



기업분석 | 지주

Analyst  
이승웅

02 3779 8756

sw.lee@ebestsec.co.kr

## Buy (maintain)

목표주가	41,000 원
현재주가	32,250 원

### 컨센서스 대비(3Q21P)

상회	부합	하회
●		

### Stock Data

KOSPI (11/3)	2,975.71 pt
시가총액	24,174 억원
발행주식수	74,959 천주
52 주 최고가/최저가	36,600 / 24,600 원
90 일 일평균거래대금	204.6 억원
외국인 지분율	17.3%
배당수익률(21.12E)	2.2%
BPS(21.12E)	54,440 원
KOSPI 대비 상대수익률	
1 개월	-2.9%
6 개월	13.1%
12 개월	0.7%
주주구성	
김승연 (외 12 인)	43.6%
자사주 (외 1 인)	8.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.7%

### Stock Price



# 한화 (000880)

## 사업 포트폴리오 확대 기대감 유효

### 3Q21 Review: 무난한 영업실적

3Q21 연결 기준 매출액은 13.4조원(+14.9% YoY), 영업이익은 5,732억원(-9.9% YoY)를 기록했다. 한화생명의 변액 보증금 적립과 한화 솔루션의 큐셀 부문 부진으로 영업이익이 전년동기대비 감소했다. 별도 기준 매출액은 8,244억원(-12.9% YoY), 영업이익 699억원(-1.8% YoY)를 기록했다. 자체사업은 글로벌 부문의 한계 사업 정리 효과로 매출액은 감소했지만 별도 영업이익이 전년 수준을 유지했다. 4분기에도 방산/기계부문에서 이차전지 중심의 공정장비 매출 확대가 지속되고 유가 상승에 따른 케미칼 호조로 성장세를 이어갈 전망이다.

한화생명은 변액보험 보증준비금 약 132억원 적립으로 영입이익은 전년동기대비 감소했으나 대체투자 처분이익 약 700억원이 발생하면서 당기순이익은 1,031억원(+57.5% YoY)을 기록했다. 한화솔루션은 큐셀 부문의 원자재 가격 상승과 운송비 부담이 지속되며 영업이익 1,784억원(-23.5% YoY)을 기록했다. 한화에어로스페이스는 테크윈, 정밀기계 등 민수 부문 호조가 지속되며 영업이익 1,033억원(+9.6% YoY)을 기록했다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 41,000원 유지

동사의 NAV 할인율은 49%로 저평가 상태이다. 올해 사상 최대 실적을 기록할 것으로 예상되는 가운데 장기적으로는 질산설비 증설을 통한 Value Chain 구축과 계열사의 원가 경쟁력 강화 그리고 우주시업과 수소사업 등 사업 포트폴리오 확대 기대감도 유효하다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 41,000원을 유지한다.

### Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	50,412	50,926	53,845	55,265	58,938
영업이익	1,126	1,582	2,510	2,512	2,585
세전계속사업손익	253	1,104	2,861	2,758	2,821
순이익	231	741	2,002	1,850	1,893
EPS (원)	1,053	2,853	11,674	11,849	12,124
증감률 (%)	-84.0	171.0	309.1	1.5	2.3
PER (x)	23.7	9.9	2.8	2.7	2.7
PBR (x)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	-40.7	-34.7	-26.4	-26.8	-26.8
영업이익률 (%)	2.2	3.1	4.7	4.5	4.4
EBITDA 마진 (%)	4.6	5.6	7.1	6.9	6.6
ROE (%)	2.1	4.8	16.7	14.6	13.1
부채비율 (%)	898.1	933.0	843.2	826.5	816.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 한화 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>	<b>14,462</b>	<b>11,004</b>	<b>11,672</b>	<b>13,788</b>	<b>12,838</b>	<b>12,677</b>	<b>13,417</b>	<b>14,913</b>	<b>50,412</b>	<b>50,926</b>	<b>53,845</b>
한화 별도	841	1,083	947	1,130	710	1,187	824	1,187	4,433	4,001	3,909
연결 자회사	9,887	7,580	8,372	9,602	8,693	8,852	9,654	10,517	35,277	35,441	37,715
<b>영업이익</b>	<b>296</b>	<b>501</b>	<b>636</b>	<b>148</b>	<b>848</b>	<b>769</b>	<b>573</b>	<b>319</b>	<b>1,126</b>	<b>1,582</b>	<b>2,510</b>
한화 별도	6	58	71	31	4	89	70	71	189	167	234
연결 자회사	200	396	432	56	529	420	337	171	755	1,084	1,457
<b>세전이익</b>	<b>174</b>	<b>514</b>	<b>604</b>	<b>-188</b>	<b>1,211</b>	<b>789</b>	<b>722</b>	<b>140</b>	<b>253</b>	<b>1,104</b>	<b>2,861</b>
<b>순이익</b>	<b>185</b>	<b>351</b>	<b>410</b>	<b>-205</b>	<b>820</b>	<b>572</b>	<b>516</b>	<b>94</b>	<b>231</b>	<b>741</b>	<b>2,002</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>134</b>	<b>117</b>	<b>163</b>	<b>-200</b>	<b>303</b>	<b>244</b>	<b>232</b>	<b>42</b>	<b>90</b>	<b>214</b>	<b>822</b>
<b>YoY %</b>											
<b>매출액</b>	<b>21.4</b>	<b>-14.0</b>	<b>-10.1</b>	<b>8.3</b>	<b>-11.2</b>	<b>15.2</b>	<b>14.9</b>	<b>8.2</b>	<b>3.4</b>	<b>1.0</b>	<b>5.7</b>
한화 별도	-4.2	5.0	-10.4	-23.0	-15.6	9.6	-12.9	5.1	-15.1	-9.8	-2.3
연결 자회사	18.0	-18.6	-11.9	18.7	-12.1	16.8	15.3	9.5	5.0	0.5	6.4
<b>영업이익</b>	<b>14.2</b>	<b>37.9</b>	<b>64.1</b>	<b>29.0</b>	<b>186.2</b>	<b>53.4</b>	<b>-9.9</b>	<b>115.4</b>	<b>-37.7</b>	<b>40.5</b>	<b>58.6</b>
한화 별도	-46.5	21.6	82.5	-65.7	-37.0	51.5	-1.8	131.1	-37.0	-11.6	40.0
연결 자회사	31.3	91.1	50.3	-48.0	164.3	6.0	-22.0	205.5	-25.0	43.6	34.4
<b>세전이익</b>	<b>-29.0</b>	<b>111.0</b>	<b>65.3</b>	<b>적지</b>	<b>595.0</b>	<b>53.4</b>	<b>19.5</b>	<b>흑전</b>	<b>-80.5</b>	<b>335.7</b>	<b>159.2</b>
<b>순이익</b>	<b>6.2</b>	<b>82.5</b>	<b>36.6</b>	<b>적지</b>	<b>343.9</b>	<b>63.1</b>	<b>25.7</b>	<b>흑전</b>	<b>-71.1</b>	<b>220.5</b>	<b>170.4</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>25.9</b>	<b>146.2</b>	<b>48.6</b>	<b>적지</b>	<b>125.4</b>	<b>109.2</b>	<b>42.5</b>	<b>흑전</b>	<b>-80.8</b>	<b>137.7</b>	<b>284.2</b>
<b>Margin %</b>											
<b>영업이익률</b>	<b>2.0</b>	<b>4.6</b>	<b>5.5</b>	<b>1.1</b>	<b>6.6</b>	<b>6.1</b>	<b>4.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>3.1</b>	<b>4.7</b>
한화 별도	0.8	5.4	7.5	2.7	0.6	7.5	8.5	6.0	4.3	4.2	6.0
연결 자회사	2.0	5.2	5.2	0.6	6.1	4.7	3.5	1.6	2.1	3.1	3.9
<b>세전이익률</b>	<b>1.2</b>	<b>4.7</b>	<b>5.2</b>	<b>-1.4</b>	<b>9.4</b>	<b>6.2</b>	<b>5.4</b>	<b>0.9</b>	<b>0.5</b>	<b>2.2</b>	<b>5.3</b>
<b>순이익률</b>	<b>1.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>	<b>-1.5</b>	<b>6.4</b>	<b>4.5</b>	<b>3.8</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>1.5</b>	<b>3.7</b>
<b>지배주주순이익률</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>-1.5</b>	<b>2.4</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>1.5</b>

자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

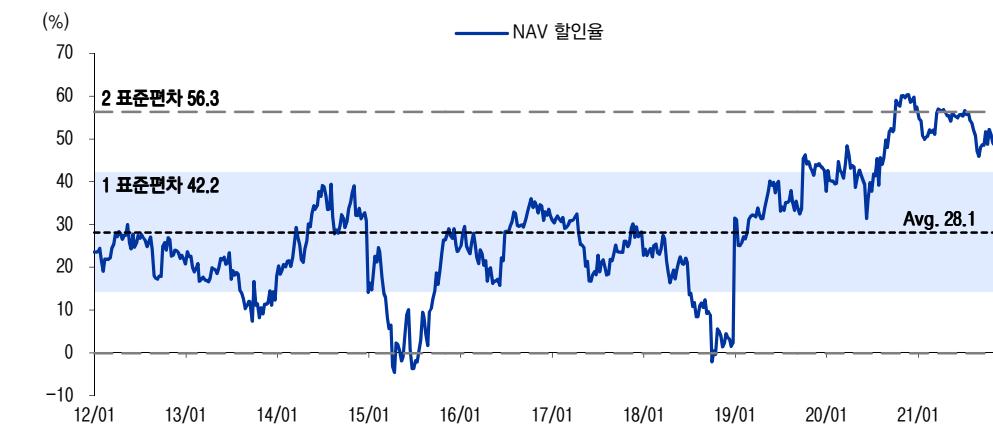
표2 한화 주요 자회사 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>											
한화생명	5,619	3,474	3,634	4,446	4,401	3,533	4,781	4,891	16,084	17,174	17,605
한화에어로스페이스	1,027	1,193	1,377	1,724	1,212	1,686	1,543	1,900	5,264	5,321	6,342
한화솔루션	2,248	1,956	2,428	2,562	2,404	2,777	2,580	2,725	9,457	9,195	10,487
한화건설	887	852	799	751	587	725	612	863	3,823	3,288	2,787
<b>영업이익</b>											
한화생명	5	139	69	-65	201	37	12	-49	-140	148	201
한화에어로스페이스	3	70	94	76	66	133	103	76	165	244	377
한화솔루션	159	129	233	65	255	221	178	115	459	594	769
한화건설	66	89	44	-5	34	55	38	37	295	193	163
<b>OPM %</b>											
한화생명	0.1	4.0	1.9	-1.5	4.6	1.0	0.3	-1.0	-0.9	0.9	1.1
한화에어로스페이스	0.3	5.9	6.8	4.4	5.4	7.9	6.7	4.0	3.1	4.6	5.9
한화솔루션	7.1	6.6	9.6	2.6	10.6	8.0	6.9	4.2	4.9	6.5	7.3
한화건설	7.5	10.4	5.4	-0.7	5.8	7.5	6.2	4.3	7.7	5.9	5.9

자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

\*한화에어로스페이스 및 한화솔루션은 연결 기준, 한화생명 및 한화건설은 별도 기준

그림1 한화 NAV 할인율 추이



자료: 한화, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한화 52 주 이동평균 NAV 할인율 추이



자료: 한화, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

## 한화 (000880)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	136,557	141,958	146,940	149,420	153,150
현금 및 현금성자산	4,575	5,533	6,000	6,422	6,877
매출채권 및 기타채권	5,449	5,126	6,298	5,483	5,783
재고자산	3,916	4,114	5,633	5,905	6,229
기타유동자산	122,617	127,184	129,010	131,610	134,262
비유동자산	45,729	49,220	52,063	53,186	54,392
관계기업투자등	2,519	2,585	2,969	3,028	3,089
유형자산	14,764	14,388	14,436	14,443	14,520
무형자산	2,883	2,851	3,063	3,355	3,639
<b>자산총계</b>	<b>182,286</b>	<b>191,178</b>	<b>199,004</b>	<b>202,607</b>	<b>207,542</b>
유동부채	27,954	29,477	28,626	29,373	30,066
매입채무 및 기타재무	4,253	4,710	5,532	5,799	6,117
단기금융부채	15,578	15,768	14,999	15,381	15,658
기타유동부채	8,123	8,999	8,095	8,193	8,291
비유동부채	136,069	143,194	149,279	151,366	154,822
장기금융부채	8,166	7,966	9,109	9,509	9,828
기타비유동부채	127,903	135,228	140,170	141,857	144,993
<b>부채총계</b>	<b>164,022</b>	<b>172,671</b>	<b>177,904</b>	<b>180,739</b>	<b>184,888</b>
지배주주지분	4,425	4,510	5,330	6,099	6,885
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	486	523	549	549	549
이익잉여금	3,601	3,753	4,554	5,322	6,109
비지배주주지분(연결)	13,839	13,998	15,769	15,769	15,769
<b>자본총계</b>	<b>18,264</b>	<b>18,507</b>	<b>21,099</b>	<b>21,868</b>	<b>22,654</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,518</b>	<b>3,443</b>	<b>1,761</b>	<b>4,222</b>	<b>4,595</b>
당기순이익(손실)	253	1,104	2,609	1,850	1,893
비현금수익비용가감	4,679	4,527	2,578	1,606	3,054
유형자산감가상각비	1,006	1,090	1,103	1,098	1,102
무형자산상각비	167	177	187	204	222
기타현금수익비용	-1,107	799	1,289	303	1,729
영업활동 자산부채변동	-5,168	-5,486	-741	766	-351
매출채권 감소(증가)	40	176	-613	815	-300
재고자산 감소(증가)	-6	-151	-843	-273	-323
매입채무 증가(감소)	142	-218	737	268	317
기타자산, 부채변동	-5,344	-5,292	-21	-44	-45
<b>투자활동 현금</b>	<b>-3,988</b>	<b>-1,887</b>	<b>-2,240</b>	<b>-4,516</b>	<b>-4,670</b>
유형자산처분(취득)	-1,644	-1,106	-1,034	-1,105	-1,179
무형자산 감소(증가)	-212	-230	-414	-495	-506
투자자산 감소(증가)	-4,871	-2,321	-2,704	-2,151	-2,201
기타투자활동	2,739	1,770	1,912	-765	-784
<b>재무활동 현금</b>	<b>992</b>	<b>-549</b>	<b>0</b>	<b>717</b>	<b>530</b>
차입금의 증가(감소)	2,761	1,249	-849	782	596
자본의 증가(감소)	-62	-66	-65	-65	-66
배당금의 지급	62	66	65	65	66
기타재무활동	-1,707	-1,732	914	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-484</b>	<b>958</b>	<b>467</b>	<b>422</b>	<b>455</b>
기초현금	5,059	4,575	5,533	6,000	6,422
기말현금	4,575	5,533	6,000	6,422	6,877

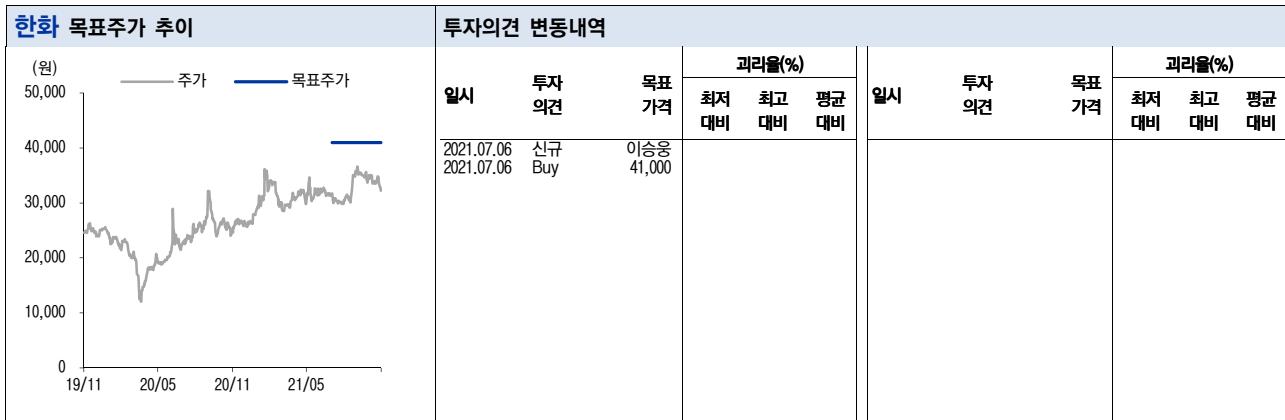
자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>50,412</b>	<b>50,926</b>	<b>53,845</b>	<b>55,265</b>	<b>58,938</b>
매출원가	46,659	46,792	47,641	48,726	51,905
<b>매출총이익</b>	<b>3,753</b>	<b>4,135</b>	<b>6,204</b>	<b>6,539</b>	<b>7,033</b>
판매비 및 관리비	2,627	2,552	3,694	4,028	4,448
<b>영업이익</b>	<b>1,126</b>	<b>1,582</b>	<b>2,510</b>	<b>2,512</b>	<b>2,585</b>
(EBITDA)	2,299	2,848	3,799	3,814	3,910
금융손익	-521	-404	-332	-405	-418
이자비용	497	461	309	414	427
관계기업등 투자손익	216	156	377	368	368
기타영업외손익	-567	-230	307	283	286
<b>세전계속사업이익</b>	<b>253</b>	<b>1,104</b>	<b>2,861</b>	<b>2,758</b>	<b>2,821</b>
계속사업법인세비용	22	363	859	908	929
계속사업이익	231	741	2,002	1,850	1,893
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>231</b>	<b>741</b>	<b>2,002</b>	<b>1,850</b>	<b>1,893</b>
지배주주	90	214	822	834	853
<b>총포괄이익</b>	<b>544</b>	<b>639</b>	<b>2,002</b>	<b>1,850</b>	<b>1,893</b>
매출총이익률 (%)	7.4	8.1	11.5	11.8	11.9
영업이익률 (%)	2.2	3.1	4.7	4.5	4.4
EBITDA마진률 (%)	4.6	5.6	7.1	6.9	6.6
당기순이익률 (%)	0.5	1.5	3.7	3.3	3.2
ROA (%)	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	2.1	4.8	16.7	14.6	13.1
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	23.7	9.9	2.8	2.7	2.7
P/B	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	-40.7	-34.7	-26.4	-26.8	-26.8
P/CF	0.5	0.5	0.6	0.9	0.6
배당수익률 (%)	2.8	2.5	2.2	2.2	2.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.4	1.0	5.7	2.6	6.6
영업이익	-37.7	40.5	58.6	0.1	2.9
세전이익	-80.5	335.7	159.2	-3.6	2.3
당기순이익	-71.1	220.5	170.4	-7.6	2.3
EPS	-84.0	171.0	309.1	1.5	2.3
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	898.1	933.0	843.2	826.5	816.1
유동비율	488.5	481.6	513.3	508.7	509.4
순차입금/자기자본(x)	-526.0	-550.9	-492.4	-484.7	-478.3
영업이익/금융비용(x)	2.3	3.4	8.1	6.1	6.1
총차입금 (십억원)	23,744	23,734	24,108	24,890	25,486
순차입금 (십억원)	-96,070	-101,949	-103,898	-105,996	-108,363
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,053	2,853	11,674	11,849	12,124
BPS	45,198	46,059	54,440	62,288	70,323
CFPS	50,381	57,505	52,980	35,292	50,519
DPS	700	700	710	720	730



#### Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이승웅)

본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

– 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

– 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

– 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

– 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

#### 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)