



# 한화 (000880)

자회사 가치 상승분은 반영되지 않은 주가

▶Analyst 이봉진 bongjin.lee@hanwha.com 3772-7615 / RA 박수영 suyong.park.0202@hanwha.com 3772-7634

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 45,000원

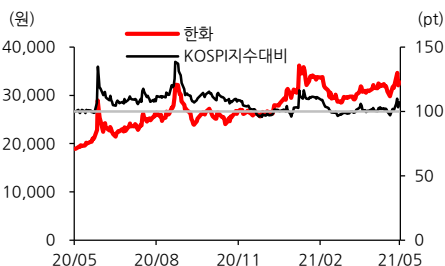
현재 주가(5/14)	31,800원
상승여력	▲41.5%
시가총액	23,837억원
발행주식수	74,959천주
52 주 최고가 / 최저가	36,150 / 18,900원
90 일 일평균 거래대금	140.8억원
외국인 지분율	20.0%
주주 구성	
김승연 (외 12 인)	39.1%
국민연금공단 (외 1 인)	8.7%
자사주 (외 1 인)	8.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.9	-5.9	19.3	68.3
상대수익률(KOSPI)	0.0	-7.6	-7.1	4.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	50,412	50,926	52,053	53,770
영업이익	1,126	1,582	2,615	2,585
EBITDA	2,299	2,848	4,038	4,038
지배주주순이익	90	214	557	517
EPS	1,200	2,852	7,429	6,894
순차입금	-96,070	-101,949	-105,298	-109,878
PER	20.8	9.9	4.3	4.6
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	-40.7	-34.7	-25.1	-26.3
배당수익률	2.8	N/A	1.7	1.7
ROE	2.1	4.8	11.7	9.9

주가 추이



연결기준 실적 서프라이즈를 기록했습니다. 자회사 가치가 크게 상승했으나, 자회사 지분가치 상승분이 동사 주가에는 아직 충분히 반영되지 않았다는 판단입니다. 목표주가를 45,000 원으로 상향합니다.

**1분기 연결 실적은 태양광 호조 등으로 시장 예상치 상회**

2021년 1분기 연결실적은 매출 12조 8,382억원(YoY -11.2%), 영업이익 8,485억원(YoY +186.2%), 순이익 8,199억원(YoY 흑자전환)을 실현했다. 매출은 당사 및 시장예상치를 하회했으나, 영업이익은 예상치를 크게 상회했다. 한화솔루션, 한화생명, 한화에어로스페이스 등 상장 자회사 모두 실적 서프라이즈를 기록했기 때문이다.

**자체사업의 실적은 다소 아쉽지만, 2분기부터 정상화 전망**

2021년 1분기 자체사업의 실적은 매출 7,103억원(YoY -15.6%), 영업이익 41억원(YoY -36.9%), 순이익 61억원(YoY -57.0%)을 기록했다. 방산부문 비수기 및 기계부문 고수의 제품 매출 감소 영향 등으로 전년동기대비 실적이 둔화됐다. 하지만 방산부문 매출은 하반기로 가면서 늘어나는 계절성이 존재하는만큼 정상화 가능할 전망이다. 특히 글로벌부문은 사업 재편을 통한 경영효율화로 1분기 흑자전환했다.

**자회사 실적은 연간 견조할 전망**

이번 분기 실적 서프라이즈를 기록한 자회사들의 실적이 연중 견조할 전망이다. 한화솔루션은 LDPE(포장재)/EVA(태양광)/PVC(인프라) 등 석유화학 제품의 마진 개선이 지속될 전망이다. 한화에어로스페이스도 테크윈, 정밀기계 등 민수부문 자회사들을 중심으로 1분기 서프라이즈 이상의 실적이 예상된다.

**자회사 실적 호조를 반영해 목표주가를 45,000원으로 상향**

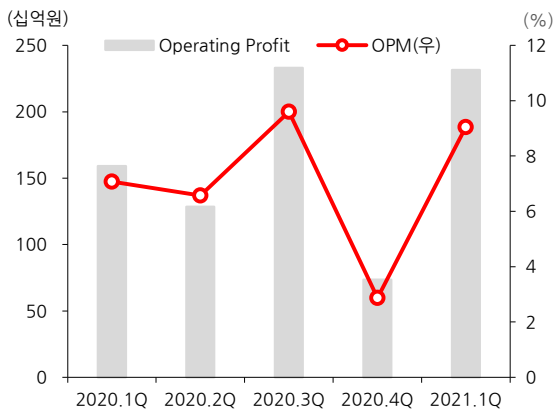
자회사 실적개선에 따른 보유지분가치가 크게 상승했다. 자회사들의 실적전망으로 볼 때 지분가치가 더 높아질 가능성이 있다고 판단해 목표주가를 45,000원으로 상향한다. 자체 사업도 하반기로 가면서 개선될 전망이고, 자회사 실적 개선에 따른 매출 확대 등의 수혜가 기대된다. 투자 의견 Buy를 유지한다.

[표1] 한화 2021년 1분기 실적(연결기준)

회사잠정 (십억원)	1Q21	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
		1Q21E	차이(%)	1Q20	차이(%)	4Q20	차이(%)	1Q21E	차이(%)
매출액	12,838.2	13,077.7	-6.8	14,461.9	-11.2	13,788.0	-6.9	14,143.9	-9.2
영업이익	848.5	293.3	189.3	296.4	186.2	148.1	473.0	365.7	132.0
순이익	819.9	273.5	199.8	184.7	343.9	-205.3	흑자전환	125.5	553.3
이익률(%)									
영업이익	6.6	2.1		2.0		1.1		2.6	
순이익	6.4	2.0		1.3		-1.5		0.9	
이익률차이(%p)									
영업이익		4.5		4.6		5.5		4.0	
순이익		4.4		5.1		7.9		5.5	

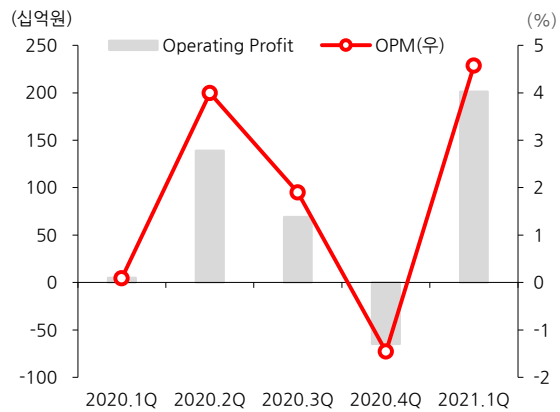
자료: 한화, Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화솔루션 영업이익 추이



자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화생명 영업이익 추이



자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화 별도기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	841	1,083	947	1,130	710	875	911	1,270	4,001	3,767	3,999
영업이익	6	58	71	31	4	21	44	112	167	181	232
영업이익률	0.8	5.4	7.5	2.7	0.6	2.4	4.9	8.9	4.2	4.8	5.8
순이익	14	49	52	14	6	6	22	72	129	105	142
순이익률	1.7	4.6	5.4	1.2	0.8	0.6	2.4	5.6	3.2	2.8	3.5
YoY 성장률											
매출액	(4.2)	5.0	(10.4)	(23.0)	(15.6)	(19.2)	(3.7)	12.5	-9.8	-5.8	6.2
영업이익	(46.6)	21.6	82.5	(65.7)	(36.7)	(64.6)	(37.9)	265.2	-11.6	8.7	27.6
순이익	11.6	255.0	673.6	(79.8)	(58.6)	(88.6)	(57.4)	430.0	28.3	-18.2	34.9

자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[표3] Valuation

(단위: 십억원, 배, %, 주)

구분	가치산정			비고
	Fw12 EBITDA	Target EV/EBITDA	가치	
영업가치				
<b>영업가치(A)</b>	249.2	4.7	1,183	
비영업가치				
현금성자산(a)			157	2021년말 예상
투자자산(b)			3,864	[표 4] 참조
총차입금(c)			2,106	2020년말 예상
<b>비영업가치(B)</b>			1,915	(B)=(a)+(b)-(c)
<b>순기업가치(C)</b>			3,098	(C)=(A)+(B)
우선주가치 차감(d)			11	
<b>순기업가치(D)</b>			3,087	(D)=(C)-(d)
발행주식수(E)			69,079	자기주식 차감 후 보통주 주식수
<b>적정 주가(F)</b>			44,687	(F)=(D)/(E)

자료: 한화투자증권

[표4] 투자자산 가치

(단위: 십억원, %)

구분	가치산정			비고	
	시가총액	지분율	가치		
<b>상장사</b>	<b>회사명</b>				
	한화솔루션	8,333	37.0	1,849	시가총액은 최근 6개월 평균
	한화생명보험	2,784	18.2	303	시가총액은 최근 6개월 평균
	한화에어로	1,922	34.0	392	시가총액은 최근 6개월 평균
	<b>합계(A)</b>	<b>5,616</b>		<b>2,544</b>	시가총액 대비 40% 할인 반영
<b>비상장사</b>	<b>회사명</b>	<b>장부가치</b>	<b>지분율</b>	<b>적정가치</b>	<b>2020년 1분기말 현재</b>
	한화건설	1,259	95.2	629	
	한화호텔앤리조트	219	50.6	110	
	한화테크엠	11	100	6	
	국내외법인	1,150		575	
	<b>합계(B)</b>	<b>2,659</b>		<b>1,320</b>	장부가치 대비 50% 할인 반영
<b>투자자산 가치(C)</b>				<b>3,864</b>	(C)=(A)+(B)

자료: 사업보고서(2020), 한화투자증권

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	48,740	50,412	50,926	52,053	53,770
매출총이익	4,261	3,753	4,135	5,025	4,885
영업이익	1,806	1,126	1,582	2,615	2,585
EBITDA	2,768	2,299	2,848	4,038	4,038
순이자손익	-396	-503	-453	-558	-535
외화관련손익	-80	-18	49	-26	-16
지분법손익	361	216	156	471	430
세전계속사업손익	1,300	253	1,104	2,439	2,539
당기순이익	799	231	741	1,929	1,790
지배주주순이익	468	90	214	557	517
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-3.3	3.4	1.0	2.2	3.3
영업이익	-16.3	-37.7	40.5	65.3	-1.2
EBITDA	-10.1	-16.9	23.9	41.8	0.0
순이익	-39.0	-71.1	220.5	160.4	-7.2
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	8.7	7.4	8.1	9.7	9.1
영업이익률	3.7	2.2	3.1	5.0	4.8
EBITDA 이익률	5.7	4.6	5.6	7.8	7.5
세전이익률	2.7	0.5	2.2	4.7	4.7
순이익률	1.6	0.5	1.5	3.7	3.3

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	2,749	2,518	3,443	5,783	7,105
당기순이익	1,300	253	1,104	1,929	1,790
자산상각비	961	1,173	1,266	1,422	1,453
운전자본증감	-2,320	-2,415	-2,187	-1,206	-139
매출채권 감소(증가)	411	40	176	-1,148	2
재고자산 감소(증가)	-296	-6	-151	-824	54
매입채무 증가(감소)	-767	142	-218	609	-195
투자현금흐름	-2,632	-3,988	-1,887	-7,247	-7,549
유형자산처분(취득)	-1,329	-1,644	-1,106	-1,233	-1,241
무형자산 감소(증가)	-234	-212	-230	-308	-310
투자자산 감소(증가)	-3,995	-4,871	-2,321	-4,879	-5,077
재무현금흐름	1,991	992	-549	-65	-52
차입금의 증가(감소)	1,369	2,761	1,249	0	0
자본의 증가(감소)	1,193	-62	-66	-65	-52
배당금의 지급	-56	-62	-66	-65	-52
총현금흐름	5,070	4,933	5,630	6,989	7,244
(-)운전자본증가(감소)	-26,548	-185	-1,802	1,207	139
(-)설비투자	1,531	1,707	1,248	1,233	1,241
(+)자산매각	-32	-149	-87	-308	-310
Free Cash Flow	30,054	3,262	6,097	4,241	5,554
(-)기타투자	25,942	-139	2,219	826	921
잉여현금	4,112	3,401	3,878	3,414	4,633
NOPLAT	1,111	1,027	1,061	2,068	1,822
(+) Dep	961	1,173	1,266	1,422	1,453
(-)운전자본투자	-26,548	-185	-1,802	1,207	139
(-)Capex	1,531	1,707	1,248	1,233	1,241
OpFCF	27,089	678	2,881	1,051	1,895

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	125,868	136,557	141,958	147,839	152,360
현금성자산	110,345	119,813	125,683	129,032	133,612
매출채권	5,270	5,449	5,126	6,274	6,272
재고자산	3,880	3,916	4,114	4,938	4,884
비유동자산	43,680	45,729	49,220	50,638	52,087
투자자산	28,142	28,082	31,980	33,279	34,630
유형자산	13,162	14,764	14,388	14,383	14,362
무형자산	2,377	2,883	2,851	2,976	3,095
자산총계	169,549	182,286	191,178	198,476	204,447
유동부채	24,161	27,954	29,477	30,802	30,604
매입채무	3,879	4,253	4,710	5,318	5,124
유동성이자부채	13,191	15,578	15,768	15,768	15,768
비유동부채	128,435	136,069	143,194	148,676	154,380
비유동이자부채	6,417	8,166	7,966	7,966	7,966
부채총계	152,596	164,022	172,671	179,478	184,984
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	496	486	523	523	523
이익잉여금	3,660	3,601	3,753	4,244	4,708
자본조정	-461	-151	-255	-255	-255
자기주식	-21	-21	-24	-24	-24
자본총계	16,953	18,264	18,507	18,999	19,463

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	6,249	1,200	2,852	7,429	6,894
BPS	42,747	45,198	46,059	51,078	55,820
DPS	700	700	0	540	540
CFPS	51,779	50,381	57,505	71,380	73,986
ROA(%)	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3
ROE(%)	10.7	2.1	4.8	11.7	9.9
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	5.0	20.8	9.9	4.3	4.6
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
PSR	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
PCR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	-31.8	-40.7	-34.7	-25.1	-26.3
배당수익률	2.2	2.8	N/A	1.7	1.7
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	900.1	898.1	933.0	944.7	950.4
Net debt/Equity	-535.2	-526.0	-550.9	-554.2	-564.6
Net debt/EBITDA	-3,278.5	-4,179.2	-3,579.5	-2,608.0	-2,721.1
유동비율	521.0	488.5	481.6	480.0	497.8
이자보상배율(배)	4.3	2.3	3.4	4.9	4.8
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	-121.9	-118.9	-120.1	-121.4	-124.2
현금+투자자산	221.9	218.9	220.1	221.4	224.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	53.6	56.5	56.2	55.5	54.9
자기자본	46.4	43.5	43.8	44.5	45.1

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 05월 17일)

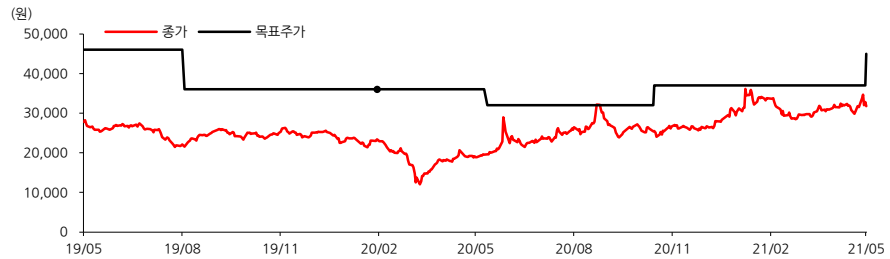
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이봉진, 박수영)

상기 '한화'는 당사와 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률"에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소체에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 한화 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자이전 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2019.08.16	2019.11.15	2020.01.15	2020.05.25	2020.10.28
투자이전	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		36,000	36,000	36,000	32,000	37,000
일 시	2021.04.20	2021.05.17				
투자이전	Buy	Buy				
목표가격	37,000	45,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.08.15	Buy	36,000	-38.44	-26.94
2020.05.25	Buy	32,000	-22.32	0.63
2020.10.28	Buy	37,000	-19.79	-2.30
2021.05.17	Buy	45,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자이전 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%