

한화 (000880/KS)

주주환원 아쉽지만, 밸류에이션 매력은 확대

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 34,000 원(상향)

현재주가: 29,400 원

상승여력: 15.6%

**Analyst**
최관순ks1.choi@sks.co.kr
3773-8812

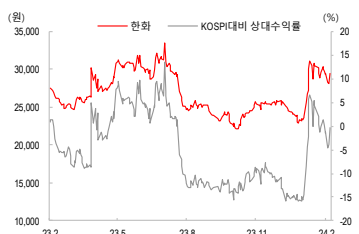
Company Data

발행주식수	7,496 만주
시가총액	2,204 십억원
주요주주	
김승연(외8)	43.56%
국민연금공단	7.61%

Stock Data

주가(24/02/29)	29,400 원
KOSPI	2,642.36 pt
52주 최고가	33,400 원
52주 최저가	22,150 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Review: 연결손익 개선과 별도손익 부진

한화 4Q23 실적은 매출액 14 조 4,760 억원(32.9% 이하 YoY), 영업이익 2,317 억원(흑자전환)이다. 한화에어로스페이스의 영업이익 증가(63.9%)와 금융부문 영업적자 축소(-9,813 억원 → -90 억원)로 연결 영업이익은 흑자 전환했다. 이에 연간 연결 영업이익도 1.8% 증가한 2 조 4,119 억원을 기록했다. 별도 영업이익은 건설부문 수익성 부진으로 85.2% 감소한 135 억원을 기록하였다. 주당 배당은 750 원으로 현주가 대비 시가배당률은 2.6%이다.

자회사 가치 상승, 이제 남은건 별도 손익개선

한화에어로스페이스 주가는 연초 대비 51%, 한화생명과 한화갤러리아도 각각 11%, 7%씩 상승하면서 한화 보유 지분가치가 증가했다. 이에 한화 주가의 14% 상승에도 불구하고 밸류에이션 매력은 유효하다. 다만 한화생명이 3년만에 배당을 재개했음에도 불구하고 전년과 동일한 750 원의 주당 배당은 다소 아쉽다. 23 년 별도 순이익이 68.4%(-1,959 억원) 감소한 결과이다. 24 년에도 건설부문의 수익성 개선은 지연 가능성이 있으나 이라크 비스마야 공사 재개에 따른 미수금 인식가능성이 열려 있다. 글로벌 부문에서도 하반기 질산 40 만톤 증설에 따른 매출 증가가 예상되어 별도 손익 개선 시 배당 확대 등 주주환원 확대 가능성이 있다.

투자의견 매수, 목표주가 34,000 원(상향)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 한화 현재 주가는 NAV 대비 61% 할인되고 있어 지주회사 내에서 밸류에이션 매력이 높다. 목표주가는 기존 28,000 원에서 34,000 원으로 상향한다. 한화에어로스페이스, 한화생명 등 주요 자회사 주가 상승에 따른 지분가치 증가와 자체사업 가치 산정 시 적용 실적을 24 년으로 조정한 결과이다. 4 분기말 별도 기준 순차입금은 기존 4.4 조원에서 3 조원대로 하락한 것으로 추정되어 이를 반영할 경우 추가적인 목표주가 상승여력도 존재한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	50,926	52,836	62,278	53,135	59,379	63,724
영업이익	십억원	1,549	2,928	2,516	2,412	1,969	2,625
순이익(지배주주)	십억원	197	973	1,312	538	571	867
EPS	원	2,009	9,943	13,402	5,499	5,831	8,858
PER	배	14.1	3.2	1.9	4.7	5.0	3.3
PBR	배	0.7	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	배	9.5	7.0	7.4	10.2	12.2	10.8
ROE	%	4.6	20.3	24.5	6.2	4.7	6.7

한화 분기별 실적전망										(단위: 십억원)		
연결실적	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023P	2024F	2025F	
매출액	14,402.4	12,146.8	11,939.3	14,476.0	13,379.8	14,281.2	14,971.9	16,745.9	52,964.5	59,378.7	63,724.3	
영업이익	1,373.8	298.7	382.3	231.7	312.9	420.3	611.0	624.2	2,286.5	1,968.5	2,624.6	
영업이익률	9.5%	2.5%	3.2%	1.6%	2.3%	2.9%	4.1%	3.7%	4.3%	3.3%	4.1%	
별도실적												
매출액	1,580.1	1,805.3	1,850.2	1,950.8	1,701.1	1,829.5	1,847.3	2,100.1	7,186.4	7,478.0	7,888.9	
영업이익	48.9	41.0	68.4	13.5	32.3	42.1	59.1	23.1	171.8	156.6	249.8	
영업이익률	3.1%	2.3%	3.7%	0.7%	1.9%	2.3%	3.2%	1.1%	2.6%	3.3%	3.1%	

자료: 한화, SK 증권

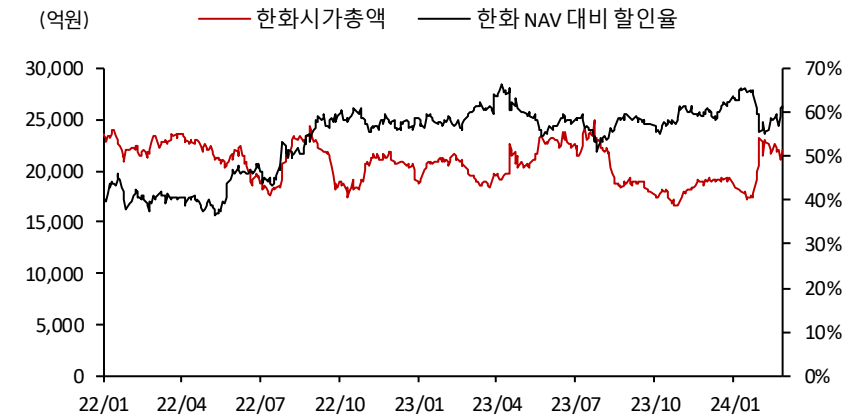
한화 목표주가 산정			(단위: 십억원)	
구분	내용	비고		
자회사 지분가치	46,257	40% 할인		
브랜드 가치	9,570	멀티플 10 배 적용		
자체사업 가치	17,947	24 년 예상 이익에 멀티플 8 배 적용		
순차입금	44,751	3Q23 별도기준		
우선주 가치(차감)	3,521			
적정 시가총액	25,502			
발행주식수	74,958,735			
적정주가	34,022			
목표주가	34,000			
현재주가	29,400			
상승여력	15.6%			

자료: SK 증권

한화 자회사 지분가치						(단위: 십억원)	
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV		
상장사	한화솔루션	47,700	36.2%	12,735	17,244		
	한화생명	27,359	43.2%	14,491	11,830		
	한화에어로스페이스	94,931	34.0%	8,252	32,229		
	한화갤러리아	2,815	36.2%	1,436	1,018		
	한화자산주	22,038	1.5%		333		
비상장사	한화호텔앤드리조트		48.9%	2,491	2,491		
	기타 자회사			11,950	11,950		
자회사 가치 합계						51,355	77,094

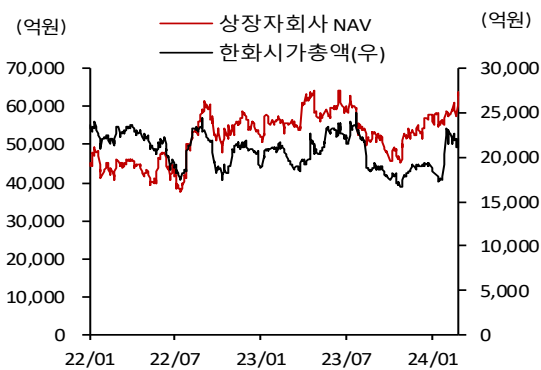
자료: SK 증권

한화 NAV 대비 할인율



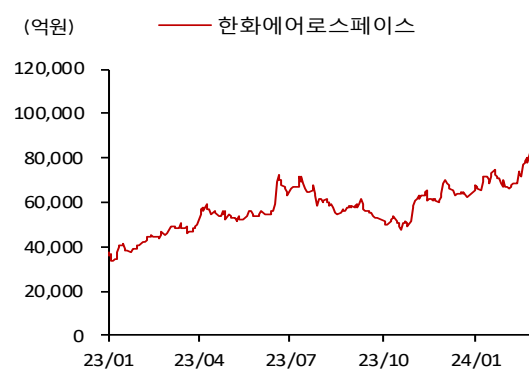
자료: SK 증권

한화 상장자회사 NAV 추이



자료: Quantwise, SK 증권

한화에어로스페이스 시가총액 추이



자료: Quantwise

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	17,635	22,353	25,289	25,925	26,975
현금및현금성자산	5,496	6,673	8,207	6,299	5,760
매출채권 및 기타채권	3,755	5,056	6,326	7,318	7,938
재고자산	5,167	6,558	9,270	10,723	11,631
비유동자산	22,554	29,535	35,452	37,172	38,892
장기금융자산	775	1,616	1,740	1,740	1,740
유형자산	11,325	15,852	19,758	21,729	23,700
무형자산	3,706	4,101	4,162	3,911	3,660
자산총계	203,464	211,175	203,439	205,796	208,566
유동부채	16,469	21,095	25,705	26,652	27,244
단기금융부채	6,791	8,688	10,430	10,430	10,430
매입채무 및 기타채무	4,225	4,149	6,043	6,990	7,581
단기충당부채	296	282	256	256	256
비유동부채	14,369	14,731	17,804	17,804	17,804
장기금융부채	9,430	9,514	12,508	12,508	12,508
장기매입채무 및 기타채무	466	608	614	614	614
장기충당부채	346	336	371	371	371
부채총계	181,483	190,296	168,554	169,501	170,093
지배주주지분	5,495	5,229	12,025	12,522	13,315
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	468	978	1,151	1,151	1,151
기타자본구성요소	12	44	322	322	322
자기주식	-31	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	5,332	6,673	7,637	8,135	8,928
비지배주주지분	16,486	15,650	22,861	23,773	25,158
자본총계	21,981	20,879	34,885	36,294	38,473
부채와자본총계	203,464	211,175	203,439	205,796	208,566

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	503	-4,058	-4,549	1,468	2,801
당기순이익(손실)	2,282	2,243	1,728	1,483	2,252
비현금성항목등	2,671	2,658	211	1,838	2,016
유형자산감가상각비	1,065	1,155	1,173	1,229	1,229
무형자산상각비	180	202	233	251	251
기타	1,427	1,301	-1,195	358	536
운전자본감소(증가)	-1,560	-5,947	-3,921	-1,498	-935
매출채권및기타채권의감소(증가)	16	-1,844	-1,368	-992	-619
재고자산의감소(증가)	-961	-670	-2,683	-1,454	-907
매입채무및기타채무의증가(감소)	674	-474	733	947	591
기타	-1,289	-2,959	-603	-0	0
법인세납부	-608	-769	-942	-354	-532
투자활동현금흐름	-4,464	318	-2,807	-3,204	-3,204
금융자산의감소(증가)	-5,817	-601	336	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,103	-1,428	-4,165	-3,200	-3,200
무형자산의감소(증가)	-277	-251	-293	0	0
기타	2,733	2,598	1,315	-4	-4
재무활동현금흐름	13,446	15,226	9,752	-74	-74
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	12,408	14,924	12,024	0	0
자본의증가(감소)	-55	510	173	0	0
배당금지급	-65	-70	-74	-74	-74
기타	1,158	-138	-2,370	0	0
현금의 증가(감소)	1,363	2,320	-1,389	-1,909	-539
기초현금	5,533	6,896	9,584	8,207	6,299
기말현금	6,896	9,216	8,207	6,299	5,760
FCF	-599	-5,486	-8,714	-1,732	-399

자료 : 한화, SK증권 추정

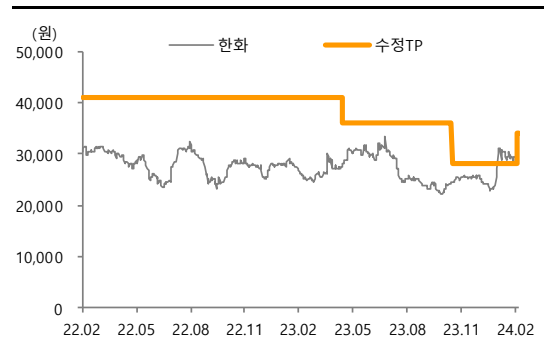
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	52,836	62,278	53,135	59,379	63,724
매출원가	47,132	56,365	46,134	51,605	55,681
매출총이익	5,704	5,913	7,001	7,773	8,043
매출총이익률(%)	10.8	9.5	13.2	13.1	12.6
판매비와 관리비	2,777	3,397	4,589	5,805	5,419
영업이익	2,928	2,516	2,412	1,969	2,625
영업이익률(%)	5.5	4.0	4.5	3.3	4.1
비영업손익	289	-240	24	-132	160
순금융손익	-387	-543	0	0	0
외환관련손익	-99	-118	0	0	0
관계기업등 투자손익	276	-76	2	0	0
세전계속사업이익	3,216	2,276	2,436	1,837	2,785
세전계속사업이익률(%)	6.1	3.7	4.6	3.1	4.4
계속사업법인세	934	33	708	354	532
계속사업이익	2,282	2,243	1,728	1,483	2,252
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,282	2,243	1,728	1,483	2,252
순이익률(%)	4.3	3.6	3.3	2.5	3.5
지배주주	973	1,312	538	571	867
지배주주귀속 순이익률(%)	1.8	2.1	1.0	1.0	1.4
비지배주주	1,309	931	1,189	912	1,385
총포괄이익	1,341	-3,020	3,365	1,483	2,252
지배주주	493	-773	1,223	537	816
비지배주주	848	-2,247	2,142	945	1,436
EBITDA	4,172	3,873	3,818	3,448	4,105

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	3.7	17.9	-14.7	11.8	7.3
영업이익	89.0	-14.1	-4.1	-18.4	33.3
세전계속사업이익	200.4	-29.2	7.0	-24.6	51.6
EBITDA	48.2	-7.2	-1.4	-9.7	19.0
EPS	395.0	34.8	-59.0	6.0	51.9
수익성 (%)					
ROA	1.2	1.1	0.8	0.7	1.1
ROE	20.3	24.5	6.2	4.7	6.7
EBITDA마진	7.9	6.2	7.2	5.8	6.4
안정성 (%)					
유동비율	107.1	106.0	98.4	97.3	99.0
부채비율	825.6	911.4	483.2	467.0	442.1
순차입금/자기자본	46.1	51.5	40.1	43.8	42.7
EBITDA/이자비용(배)	10.6	7.1	0.0	0.0	0.0
배당성향	7.2	5.6	13.7	12.9	8.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,943	13,402	5,499	5,831	8,858
BPS	56,437	53,471	122,884	127,961	136,067
CFPS	22,651	27,263	19,861	20,946	23,973
주당 현금배당금	750	750	750	750	750
Valuation지표 (배)					
PER	3.2	1.9	4.7	5.0	3.3
PBR	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2
PCR	1.4	0.9	1.3	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.0	7.4	10.2	12.2	10.8
배당수익률	2.4	2.9	2.9	2.5	2.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.03.04	매수	34,000원	6개월		
2023.11.15	매수	28,000원	6개월	-6.48%	11.07%
2023.05.15	매수	36,000원	6개월	-24.07%	-7.22%
2021.05.17	매수	41,000원	6개월	-28.23%	-10.73%



Compliance Notice

작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 04일 기준)

매수	94.67%	중립	5.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------