

한화 (000880/KS)

밸류에이션 매력 확인

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 28,000 원(하향)

현재주가: 24,350 원

상승여력: 15.0%


 Analyst
최관순

 ks1.choi@sks.co.kr
3773-8812

Company Data

발행주식수	7,496 만주
시가총액	1,825 십억원
주요주주	
김승연(외8)	43.56%
국민연금공단	7.61%

Stock Data

주가(23/11/14)	24,350 원
KOSPI	2,433.25 pt
52주 최고가	33,400 원
52주 최저가	22,150 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23: 낮아진 영업이익 컨센서스에 부합

한화 3Q23 실적은 매출액 11.9 조원(-18.9% 이하 YoY), 영업이익 3,823 억원(-68.6%, OPM: 3.2%)이다. 비금융 및 금융부문 영업이익이 각각 60.1%, 75.5% 감소하면서 대체로 부진한 실적을 기록하였다. 한화솔루션 영업이익이 71% 감소하였으며, 한화생명도 34% 영업이익이 감소하면서 연결 영업이익 부진의 원인이 되었다. 다만 모멘텀 부문은 이차전지 및 태양광 매출증가로 23% 매출이 증가하였고, 영업이익도 21% 증가하였다.

밸류에이션 매력, 추가 하락 시 매수관점 대응

한화 현재 주가는 NAV 대비 할인율이 61.8%로 밸류에이션 매력이 있다. 최근 한화 에어로스페이스 주가 상승으로 상장 자회사 가치가 상승했음에도 불구하고 한화의 주가 반등이 미미했다는 점에서 향후 자회사 가치가 반영될 여지가 있다. 다만 금융부문에서 실적부진이 지속되고 있고, 글로벌, 건설 등 자체사업부문에서 실적 반등이 크지 않다는 점은 부정적 요인이다. 글로벌부문에서 차세대반도체 소재 개발, 건설부문에서 GTX-C 노선과 해상풍력 프로젝트 등의 중점사업에 대한 성과는 다소 긴 호흡으로 확인 될 가능성이 높아 중장기적인 관점에서 현 주가에서 추가적인 하락 시 매수관점으로 대응하는 전략이 유효하다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 28,000 원(하향)

한화에 대한 투자의견을 매수로 유지한다. 단기모멘텀은 부족하나 중장기적으로 자체 사업의 성장 가능성이 높고, 밸류에이션 매력이 높기 때문이다. 목표주가는 기존 36,000 원에서 28,000 원으로 하향한다. 순차입금 증가 및 자체사업의 실적하향에 따른 가치 하락분을 반영한 결과이다. 주요 상장자회사의 주가가 안정되고 있는 만큼 향후 한화의 주가는 자체사업의 성과가 좌우할 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	50,926	52,836	62,278	53,087	58,814	62,644
영업이익	십억원	1,549	2,928	2,516	2,597	2,875	3,338
순이익(지배주주)	십억원	197	973	1,312	451	174	352
EPS	원	2,009	9,943	13,402	4,611	1,776	3,599
PER	배	14.1	3.2	1.9	5.3	13.7	6.8
PBR	배	0.7	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	배	9.5	7.0	7.4	9.9	10.1	9.6
ROE	%	4.6	20.3	24.5	5.5	1.5	3.1

한화 목표주가 산정

(단위: 억원, 주, 배)

구분	내용	비고
자회사 지분가치	39,795	40% 할인
브랜드 가치	9,570	멀티플 10 배 적용
자체사업 가치	16,596	멀티플 8 배 적용
순차입금	41,637	2Q23 별도기준
우선주 가치(자감)	3,242	
적정 시가총액	21,083	
발행주식수	74,958,735	
적정주가	28,126	
목표주가	28,000	
현재주가	24,350	
상승여력	15.0%	

자료: SK 증권

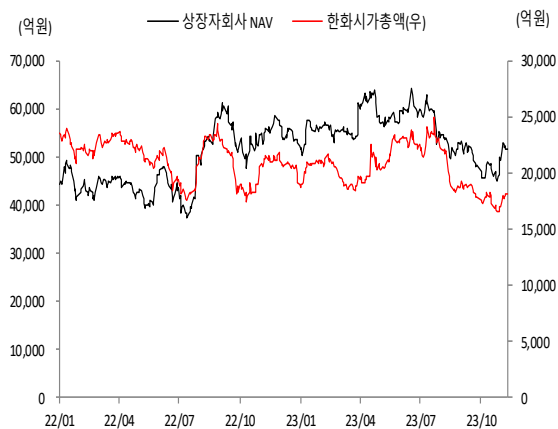
한화 자회사 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	한화솔루션	52,255	36.2%	12,735	18,890
	한화생명	24,189	43.2%	14,491	10,459
	한화에어로스페이스	63,338	34.0%	8,252	21,503
	한화갤러리아	2,094	36.2%	1,436	757
	한화자사주	18,177	1.5%		275
비상장사	한화호텔앤드리조트		48.9%	2,491	2,491
	기타 자회사			11,950	11,950
자회사 가치 합계				51,355	66,325

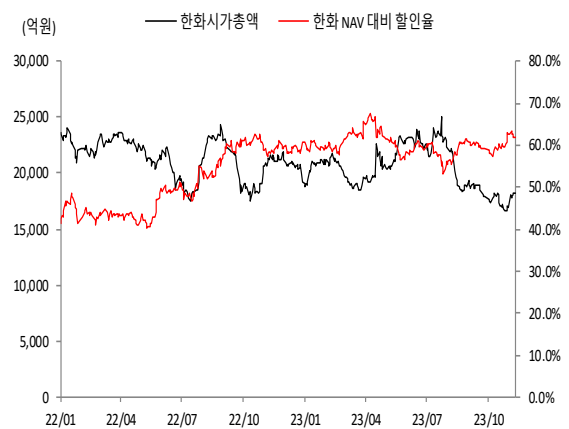
자료: SK 증권

한화 상장자회사 NAV와 시가총액 추이



자료: SK 증권

한화 시가총액과 NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	17,635	22,353	22,758	22,824	24,315
현금및현금성자산	5,496	6,673	6,743	5,244	5,470
매출채권 및 기타채권	3,755	5,056	5,929	6,536	7,026
재고자산	5,167	6,558	8,813	9,714	10,443
비유동자산	22,554	29,535	35,131	37,125	39,119
장기금융자산	775	1,616	1,760	1,760	1,760
유형자산	11,325	15,852	19,568	21,787	24,006
무형자산	3,706	4,101	4,089	3,864	3,639
자산총계	203,464	211,175	203,525	205,585	209,070
유동부채	16,469	21,095	25,266	25,894	26,403
단기금융부채	6,791	8,688	10,110	10,110	10,110
매입채무 및 기타채무	4,225	4,149	6,143	6,771	7,280
단기충당부채	296	282	260	260	260
비유동부채	14,369	14,731	15,150	15,150	15,150
장기금융부채	9,430	9,514	9,958	9,958	9,958
장기매입채무 및 기타채무	466	608	641	641	641
장기충당부채	346	336	372	372	372
부채총계	181,483	190,296	168,748	169,376	169,885
지배주주지분	5,495	5,229	11,171	11,271	11,549
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	468	978	566	566	566
기타자본구성요소	12	44	326	326	326
자기주식	-31	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	5,332	6,673	7,571	7,671	7,950
비지배주주지분	16,486	15,650	23,606	24,937	27,636
자본총계	21,981	20,879	34,777	36,208	39,185
부채와자본총계	203,464	211,175	203,525	205,585	209,070

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	503	-4,058	-3,248	1,836	3,549
당기순이익(손실)	2,282	2,243	1,731	1,505	3,051
비현금성항목등	2,671	2,658	-140	1,439	1,657
유형자산감가상각비	1,065	1,155	1,049	981	981
무형자산상각비	180	202	220	225	225
기타	1,427	1,301	-1,409	233	451
운전자본감소(증가)	-1,560	-5,947	-2,554	-879	-711
매출채권및기타채권의감소(증가)	16	-1,844	-711	-606	-491
재고자산의감소(증가)	-961	-670	-2,189	-901	-729
매입채무및기타채무의증가(감소)	674	-474	679	628	508
기타	-1,289	-2,959	-333	0	0
법인세납부	-608	-769	-881	-229	-447
투자활동현금흐름	-4,464	318	-2,632	-3,204	-3,204
금융자산의감소(증가)	-5,817	-601	982	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,103	-1,428	-4,121	-3,200	-3,200
무형자산의감소(증가)	-277	-251	-208	0	0
기타	2,733	2,598	716	-4	-4
재무활동현금흐름	13,446	15,226	14,126	-74	-74
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	12,408	14,924	15,939	0	0
자본의증가(감소)	-55	510	-413	0	0
배당금지급	-65	-70	-73	-74	-74
기타	1,158	-138	-1,328	0	0
현금의 증가(감소)	1,363	2,320	-2,841	-1,499	226
기초현금	5,533	6,896	9,584	6,743	5,244
기말현금	6,896	9,216	6,743	5,244	5,470
FCF	-599	-5,486	-7,369	-1,364	349

자료 : 한화, SK증권 추정

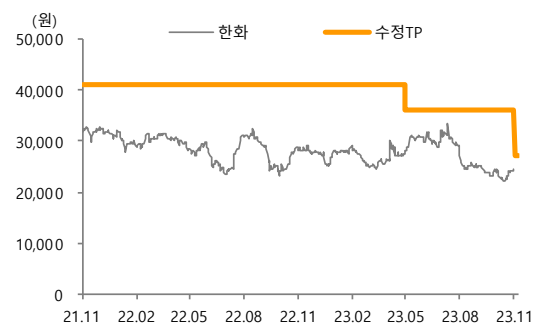
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	52,836	62,278	53,087	58,814	62,644
매출원가	47,132	56,365	45,994	51,109	54,737
매출총이익	5,704	5,913	7,094	7,705	7,907
매출총이익률(%)	108	95	134	131	126
판매비와 관리비	2,777	3,397	4,496	4,830	4,569
영업이익	2,928	2,516	2,597	2,875	3,338
영업이익률(%)	55	40	49	49	53
비영업손익	289	-240	-278	-1,140	160
순금융손익	-387	-543	0	0	0
외환관련손익	-99	-118	-1	-4	-4
관계기업등 투자손익	276	-76	-107	0	0
세전계속사업이익	3,216	2,276	2,320	1,735	3,498
세전계속사업이익률(%)	6.1	3.7	4.4	2.9	5.6
계속사업법인세	934	33	589	229	447
계속사업이익	2,282	2,243	1,731	1,505	3,051
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,282	2,243	1,731	1,505	3,051
순이익률(%)	4.3	3.6	3.3	2.6	4.9
지배주주	973	1,312	451	174	352
지배주주귀속 순이익률(%)	1.8	2.1	0.9	0.3	0.6
비지배주주	1,309	931	1,280	1,331	2,699
총포괄이익	1,341	-3,020	2,137	1,505	3,051
지배주주	493	-773	752	428	868
비지배주주	848	-2,247	1,385	1,077	2,183
EBITDA	4,172	3,873	3,867	4,080	4,544

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	3.7	17.9	-14.8	10.8	6.5
영업이익	89.0	-14.1	3.2	10.7	16.1
세전계속사업이익	200.4	-29.2	1.9	-25.2	101.7
EBITDA	48.2	-7.2	-0.2	5.5	11.4
EPS	395.0	34.8	-65.6	-61.5	102.7
수익성 (%)					
ROA	1.2	1.1	0.8	0.7	1.5
ROE	20.3	24.5	5.5	1.5	3.1
EBITDA마진	7.9	6.2	7.3	6.9	7.3
안정성 (%)					
유동비율	107.1	106.0	90.1	88.1	92.1
부채비율	825.6	911.4	485.2	467.8	433.5
순차입금/자기자본	46.1	51.5	36.6	39.2	35.7
EBITDA/이자비용(배)	10.6	7.1	0.0	0.0	0.0
배당성향	7.2	5.6	16.3	42.4	20.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,943	13,402	4,611	1,776	3,599
BPS	56,437	53,471	114,161	115,183	118,029
CFPS	22,651	27,263	17,573	14,091	15,915
주당 현금배당금	750	750	750	750	750
Valuation지표 (배)					
PER	3.2	1.9	5.3	13.7	6.8
PBR	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2
PCR	1.4	0.9	1.4	1.7	1.5
EV/EBITDA	7.0	7.4	9.9	10.1	9.6
배당수익률	2.4	2.9	3.1	3.1	3.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.11.15	중립	27,000원	6개월		
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 (2023년 11월 15일 기준)

매수	93.51%	중립	6.49%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------