

한화 (000880/KS)

기다리던 비스마야 변경 계약

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 39,000 원(유지)

현재주가: 27,750 원

상승여력: 40.5%

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

Company Data

발행주식수	7,496 만주
시가총액	2,080 십억원
주요주주	
김승연(외8)	48.76%
자사주	7.45%

Stock Data

주가(24/12/06)	27,750 원
KOSPI	2,428.16 pt
52주 최고가	31,450 원
52주 최저가	22,950 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



건설부문 비스마야 공사수주

한화는 지난 12 월 6 일 이라크 비스마야 신도시 관련 사업에 대한 공사수주를 공시했다. 12 년부터 진행하던 비스마야 신도시 공사를 22 년 공사대금 미지급에 따라 공사계약을 해지했으나 잔여공사에 대해 계약금액을 상향해 변경 계약을 체결한 것이다. 계약금액은 14.7 조원 규모로 기존 대비 4,000 억원 가량 증가했으며 공사기간은 2032 년 12 월말까지이다. 전체 공사 중 40% 가량 진행된 만큼 향후 8 년동안 14.7 조원의 60% 가량의 매출을 인식할 예정이다. 다만 이번 계약은 최종적으로 이라크 정부 국무회의 승인이 필요하며 그 과정에서 변경 또는 취소될 가능성이 있다.

25 년 하반기부터 건설부문 실적개선 본격화 전망

한화는 2022 년 11 월 한화건설을 합병한 이후 건설부문에서 이라크 비스마야 공사해지와 국내 건설경기 둔화 및 공사원가 상승으로 인해 부진한 실적이 지속되었다. 이를 타계하기 위해 수익성 중심의 수주를 통해 외형을 축소시켰으나 이번 이라크 비스마야 공사 재개에 따라 외형성장과 더불어 수익성 개선이 가능할 전망이다. 과거 비스마야 공사를 진행하던 시기 한화건설의 매출총이익률은 10%를 상회했기 때문이다. 공사 준비기간을 고려하면 25 년 하반기부터 본격적인 건설부문 실적개선이 예상되며, 이를 통해 재무구조 개선이 가능할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 39,000 원(유지)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 이라크 비스마야 공사 변경 계약에 따라 25 년 하반기부터 건설부문 실적개선이 본격화될 것으로 예상하기 때문이다. 한화인더스트리 얼솔루션즈의 성공적인 인적분할, 100 억원 가량의 한화 우선주 소각 등 긍정적인 모멘텀에도 불구하고 한화의 NAV 대비 할인율은 70%를 상회하는 저평가 상태이다. 향후 재무구조 개선 및 주주환원 확대 가능성을 고려할 경우 현 주가에서 충분한 상승여력이 존재한다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	52,836	50,887	53,135	53,390	60,628	64,470
영업이익	십억원	2,928	2,370	2,412	1,534	2,341	2,902
순이익(지배주주)	십억원	973	1,174	380	191	880	1,298
EPS	원	9,943	11,995	3,886	2,024	9,304	13,725
PER	배	3.2	2.1	6.6	13.7	3.0	2.0
PBR	배	0.6	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	배	7.0	9.5	10.3	15.4	13.2	11.2
ROE	%	20.3	14.4	3.5	1.9	8.9	11.8

한화 분기별 실적전망									(단위: 십억원)		
	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	12,435	12,993	12,218	15,744	14,937	15,428	13,890	16,373	53,390	60,628	64,470
영업이익	236	529	525	244	419	584	724	614	1,534	2,341	2,902
영업이익률	1.9%	4.1%	4.3%	1.6%	2.8%	3.8%	5.2%	3.7%	2.9%	3.9%	4.5%

자료: 한화, SK 증권

한화 건설부문 분기별 실적전망									(단위: 억원)		
	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	9,584	9,677	8,087	9,134	9,054	9,118	9,462	9,683	36,482	37,317	45,519
영업이익	94	-588	-34	-146	-72	-36	132	153	-674	177	1,247
영업이익률	1.0%	-6.1%	-0.4%	-1.6%	-0.8%	-0.4%	1.4%	1.6%	-1.8%	0.5%	2.7%

자료: 한화, SK 증권

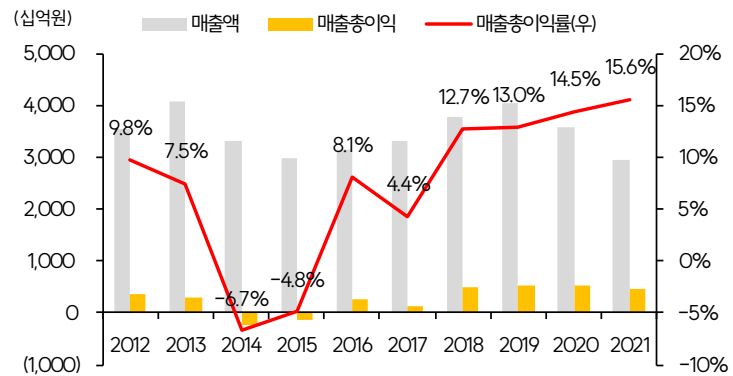
한화 목표주가 산정			(단위: 억원, 주, 원)	
구분	내용	비고		
자회사 지분가치	45,562	50% 할인		
브랜드 가치	9,570	23년 브랜드 수수료에 10배 적용		
자체사업 가치	18,040	이익률 3%, 멀티플 10배 적용		
순차입금	40,917	3Q24 별도기준		
우선주 가치(차감)	3,641			
적정 시가총액	28,614			
발행주식수	74,958,735			
적정주가	38,173			
목표주가	39,000			
현재주가	27,750			
상승여력	40.5%			

자료: SK 증권

한화 자회사 지분가치						(단위: 억원)	
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV		
상장사	한화솔루션	27,761	36.3%	12,735	10,080		
	한화생명	21,844	43.2%	14,491	9,445		
	한화에어로스페이스	140,390	34.0%	8,252	47,662		
	한화인더스트리얼솔루션즈	18,681	34.0%		6,342		
	한화갤러리아	2,231	36.3%	1,436	810		
	한화자산주	20,576	7.4%		1,532		
비상장사	한화호텔앤드리조트		48.9%	2,491	2,491		
	기타 자회사			12,760	12,760		
자회사 가치 합계					52,166	91,123	

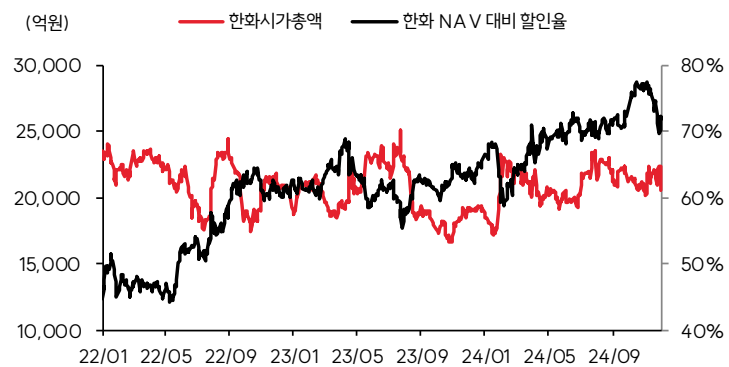
자료: SK 증권

한화건설 연도별 실적추이



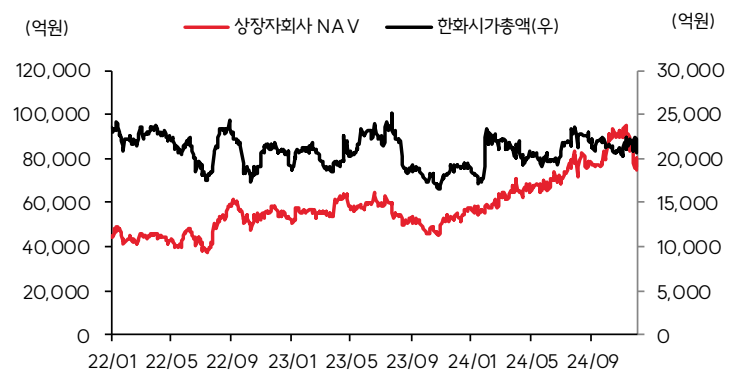
자료: Quantwise, SK 증권

한화 NAV 대비 할인율은 70% 상회



자료: SK 증권

한화 상장자회사 NAV 상승에도 한화 주가 상승 미미



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	22,317	23,054	28,540	28,312	32,129
현금및현금성자산	6,673	4,909	6,401	5,334	6,946
매출채권 및 기타채권	5,056	5,438	7,412	7,708	8,487
재고자산	6,558	7,750	12,793	13,305	14,649
비유동자산	29,535	36,591	39,165	41,095	39,825
장기금융자산	1,616	1,663	1,672	1,672	1,672
유형자산	15,852	19,647	22,801	24,768	23,534
무형자산	4,101	4,239	4,287	4,250	4,213
자산총계	196,977	209,738	224,221	225,923	228,471
유동부채	21,095	26,075	34,079	34,380	35,172
단기금융부채	8,688	10,100	16,464	16,464	16,464
매입채무 및 기타채무	4,149	4,977	7,529	7,830	8,621
단기충당부채	282	336	264	264	264
비유동부채	14,501	16,727	18,259	18,259	18,259
장기금융부채	9,514	11,442	12,872	12,872	12,872
장기매입채무 및 기타채무	608	657	753	753	753
장기충당부채	336	393	426	426	426
부채총계	163,801	176,539	192,871	193,172	193,963
지배주주지분	10,813	10,791	9,530	10,345	11,570
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	1,338	1,355	1,295	1,295	1,295
기타자본구성요소	44	81	-96	-96	-96
자기주식	-7	-7	-191	-191	-191
이익잉여금	7,774	7,599	7,718	8,533	9,759
비지배주주지분	22,363	22,408	21,821	22,407	22,937
자본총계	33,176	33,199	31,350	32,752	34,508
부채와자본총계	196,977	209,738	224,221	225,923	228,471

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	2,406	3,793	707	2,233	1,770
당기순이익(손실)	2,009	1,636	97	1,466	1,828
비현금성항목등	866	815	3,083	1,609	1,687
유형자산감가상각비	1,155	1,319	1,294	1,233	1,233
무형자산상각비	202	235	162	37	37
기타	-491	-739	1,627	339	418
운전자본감소(증가)	-3,992	-2,381	-5,962	-507	-1,332
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,844	-304	-2,142	-296	-779
재고자산의감소(증가)	-670	-1,054	-4,885	-512	-1,344
매입채무및기타채무의증가(감소)	-474	64	1,565	301	791
기타	2,814	2,695	3,275	-670	-827
법인세납부	-710	-1,029	-215	-335	-414
투자활동현금흐름	-3,613	-6,668	-12,014	-3,204	-4
금융자산의감소(증가)	-381	406	-6,342	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,434	-4,132	-4,665	-3,200	0
무형자산의감소(증가)	-251	-276	-209	0	0
기타	-1,546	-2,666	-797	-4	-4
재무활동현금흐름	3,192	1,799	6,648	-65	-72
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	2,645	3,923	6,859	0	0
자본의증가(감소)	870	17	-60	0	0
배당금지급	-70	-74	-74	-65	-72
기타	-253	-2,067	-78	0	0
현금의 증가(감소)	1,994	-1,067	-2,128	-1,067	1,612
기초현금	7,602	9,596	8,529	6,401	5,334
기말현금	9,596	8,529	6,401	5,334	6,946
FCF	972	-339	-3,958	-967	1,770

자료 : 한화, SK증권 추정

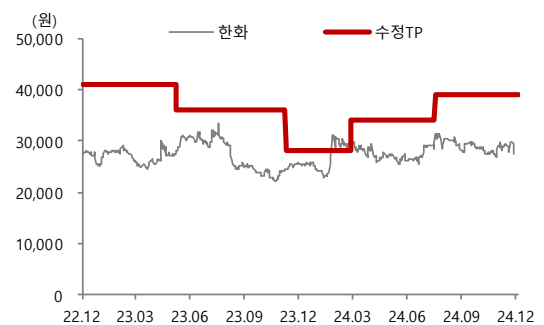
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	50,887	53,135	53,390	60,628	64,470
매출원가	45,087	46,735	46,797	52,957	56,319
매출총이익	5,800	6,400	6,593	7,671	8,151
매출총이익률(%)	114	120	123	127	126
판매비와 관리비	3,430	3,988	5,059	5,330	5,249
영업이익	2,370	2,412	1,534	2,341	2,902
영업이익률(%)	47	45	29	39	45
비영업손익	-236	-165	-1,273	-540	-660
순금융손익	-543	-897	0	0	0
외환관련손익	-118	43	0	0	0
관계기업등 투자손익	-76	49	-257	0	0
세전계속사업이익	2,134	2,247	261	1,801	2,242
세전계속사업이익률(%)	42	42	05	30	35
계속사업법인세	125	611	164	335	414
계속사업이익	2,009	1,636	97	1,466	1,828
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,009	1,636	97	1,466	1,828
순이익률(%)	39	31	02	24	28
지배주주	1,174	380	191	880	1,298
지배주주귀속 순이익률(%)	23	07	04	15	20
비지배주주	835	1,255	-95	587	530
총포괄이익	6,280	1,282	-2,529	1,466	1,828
지배주주	3,378	-45	-1,095	-54	-67
비지배주주	2,903	1,327	-1,434	1,520	1,895
EBITDA	3,727	3,966	2,990	3,611	4,171

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	-3.7	4.4	0.5	13.6	6.3
영업이익	-19.1	1.8	-36.4	52.6	23.9
세전계속사업이익	-33.7	5.3	-88.4	591.1	24.4
EBITDA	-10.7	6.4	-24.6	20.8	15.5
EPS	20.6	-67.6	-47.9	359.6	47.5
수익성 (%)					
ROA	1.0	0.8	0.0	0.7	0.8
ROE	14.4	3.5	1.9	8.9	11.8
EBITDA마진	7.3	7.5	5.6	6.0	6.5
안정성 (%)					
유동비율	105.8	88.4	83.7	82.3	91.3
부채비율	493.7	531.8	615.2	589.8	562.1
순차입금/자기자본	32.4	48.2	70.0	70.3	62.0
EBITDA/이자비용(배)	6.8	4.4	0.0	0.0	0.0
배당성향	6.3	19.4	34.0	8.2	5.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,995	3,886	2,024	9,304	13,725
BPS	110,510	110,284	102,795	111,411	124,375
CFPS	25,856	19,754	17,418	22,733	27,154
주당 현금배당금	750	750	750	850	850
Valuation지표 (배)					
PER	2.1	6.6	13.7	3.0	2.0
PBR	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
PCR	1.0	1.3	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.5	10.3	15.4	13.2	11.2
배당수익률	2.9	2.9	2.7	3.1	3.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.07.25	매수	39,000원	6개월		
2024.03.04	매수	34,000원	6개월	-19.10%	-12.50%
2023.11.15	매수	28,000원	6개월	-6.48%	11.07%
2023.05.15	매수	36,000원	6개월	-24.07%	-7.22%
2022.02.28	매수	41,000원	6개월	-32.22%	-20.61%



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 12월 09일 기준)

매수	96.88%	중립	3.13%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------