

한화 (000880)

해상풍력 디벨로퍼로서 성장성 가시화

동사 건설부문 자체사업으로서 풍력발전 사업 역량을 확보하면서 풍력발전 디벨로퍼로서 성장기반을 마련하고 있는 중

지난 2022년 동사는 100% 자회사인 한화건설을 흡수합병함에 따라 한화생명보험 지분 43.24%를 직접 보유하게 되었으며, 한화건설이 자체사업으로 편입되었다. 이러한 동사 건설부문에서 그 동안 풍력발전 사업에 대한 역량을 확보하면서 풍력발전 디벨로퍼로서 성장기반을 마련하고 있는 중이다. 즉, 지난 2020년에는 75MW급 양양 풍력 발전단지와 25MW급 제주 수망 풍력 발전단지를 준공하였으며, 이어서 2022년 12월 90MW급 양양 수리 풍력 발전단지 도급계약을 체결하여 공사가 진행 중에 있다. 또한 영천, 영월 등 100MW 규모의 육상풍력 발전단지 등도 조성 사업을 추진 중이다. 다른 한편으로는 동사 건설부문은 해상풍력 기술 개발을 위해 노르웨이 국영 에너지 기업인 에퀴노르와 2022년 11월 업무협약을 체결했다. 이를 통해 동사 건설사업부문이 추진하고 있는 해상풍력 사업과 관련해 공동개발 및 공동투자 등에 협력해 해상풍력 사업을 확대할 계획이다.

올해 하반기 신안우이 해상풍력 착공 등으로 풍력발전 디벨로퍼로서 한단계 도약하는 기반 마련될 듯

정부는 2030년까지 총 12GW 규모로 해상풍력을 확대한다는 방침이다. 이에 따라 국내에서 현재까지 발전사업 허가를 받은 해상풍력발전 사업의 규모는 83개 프로젝트에 걸쳐 총 27.1GW에 이르고 있다. 현재까지 운영 중인 해상풍력은 0.1GW 이내인 점 등을 고려할때 향후 국내에서 해상풍력 잠재적 성장 가능성이 매우 클 것으로 예상된다. 이러한 환경하에서 동사 건설부문에서는 신안우이 등 해상풍력 사업을 본격화할 예정이다. 신안우이 해상풍력사업의 경우 전라남도 신안군 우이도 남동측 해역에 390MW급 해상풍력 단지를 건설하는 총 사업비 2.5조원을 넘는 대규모 프로젝트로, 동사 건설부문과 SK디앤디가 공동 시공을 맡고 운영은 준공 후 20년간 한국남동발전이 수행할 예정이다.

이러한 신안우이 해상풍력사업의 경우 2013년에 해상계측기 설치를 시작으로 2019년 발전사업허가를 획득하였으며, 2021년 송전선로 이용계약을 체결하고 2023년 8월 환경영향평가를 완료하였다. 이에 따라 올해 상반기에 공유수면 점용 및 사용 허가와 실시계획 승인을 받고 하반기에 착공에 들어갈 예정이다.

무엇보다 지난해 12월 동사가 주관하고 있는 신안우이 해상풍력(390MW)과 영천고령 육상풍력(37.2MW)이 2023년 풍력 고정가격계약 경쟁입찰 사업자로 선정됨에 따라 생산한 신재생에너지를 발전 공기업에 20년간 장기공급할 수 있게 되었다.

이러한 대규모 풍력발전 사업 수행을 통해 점차적으로 개발과 운영, 투자까지 주관하는 풍력사업 포트폴리오의 다각화를 추진하고 있는 중이다.

이에 따라 동사 자체사업으로서 2030년까지 육상과 해상에서 총 3GW 규모 이상의 풍력사업을 개발하고 해외 시장에 진출하는 등 풍력사업 디벨로퍼로서의 성장성 등이 가시화 될 것이다. 이러한 풍력사업 디벨로퍼로서의 성장성 등으로 향후 동사 밸류에이션을 레벨업 시키는 기반이 마련될 수 있을 것이다.

목표주가 33000원으로 하향

동사에 대하여 투자자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 33000원으로 하향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였으며, 자체사업의 경우 2024년 예상 EV/EBITDA에 5.0배를 적용하여 산출하였다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	33,000원(하향)
증가(2024.01.26)	23,750원
상승여력	38.9%

Stock Indicator

자본금	490십억원
발행주식수	7,496만주
시가총액	1,780십억원
외국인지분율	14.4%
52주 주가	22,150~33,400원
60일평균거래량	171,001주
60일평균거래대금	4.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.3	6.5	-23.5	-15.8
상대수익률	-3.5	-1.3	-19.1	-16.2

Price Trend



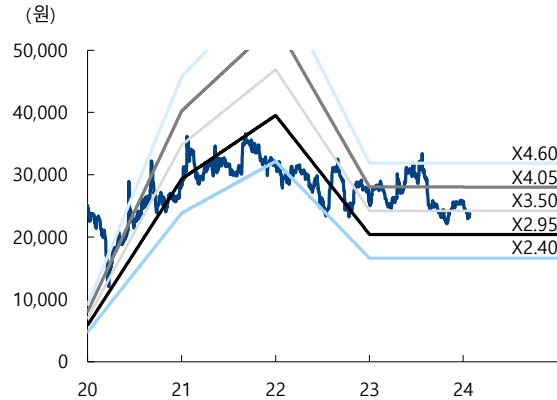
FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	62,278	55,383	57,807	59,773
영업이익(십억원)	2,516	2,644	2,795	3,149
순이익(십억원)	1,312	678	704	789
EPS(원)	13,402	6,923	7,191	8,060
BPS(원)	53,401	54,021	54,908	56,665
PER(배)	1.9	3.7	3.3	2.9
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	24.5	12.9	13.2	14.4
배당수익률(%)	2.9	3.2	3.2	3.2
EV/EBITDA(배)	6.9	6.3	5.8	5.9

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

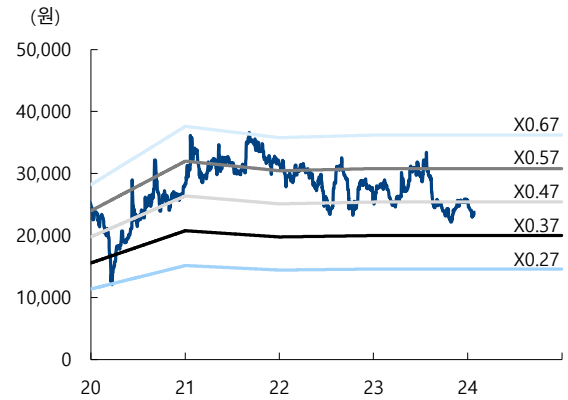
이상현 2122-9198 value3@hi-ib.com

그림1. 한화 PER 밴드



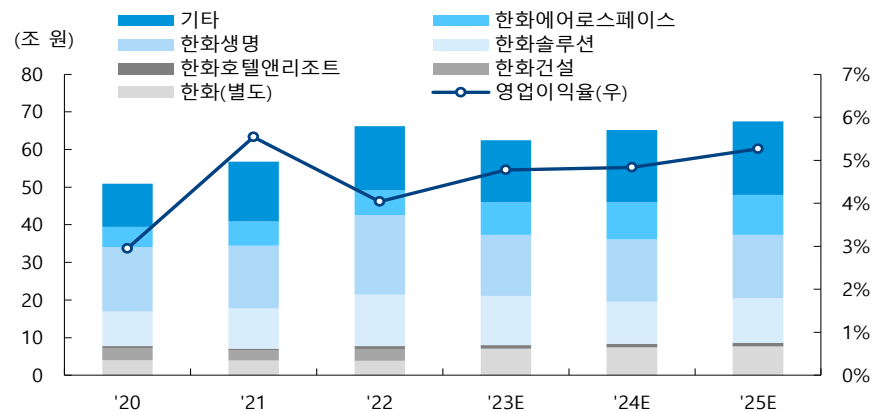
자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화 PBR 밴드



자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 한화 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

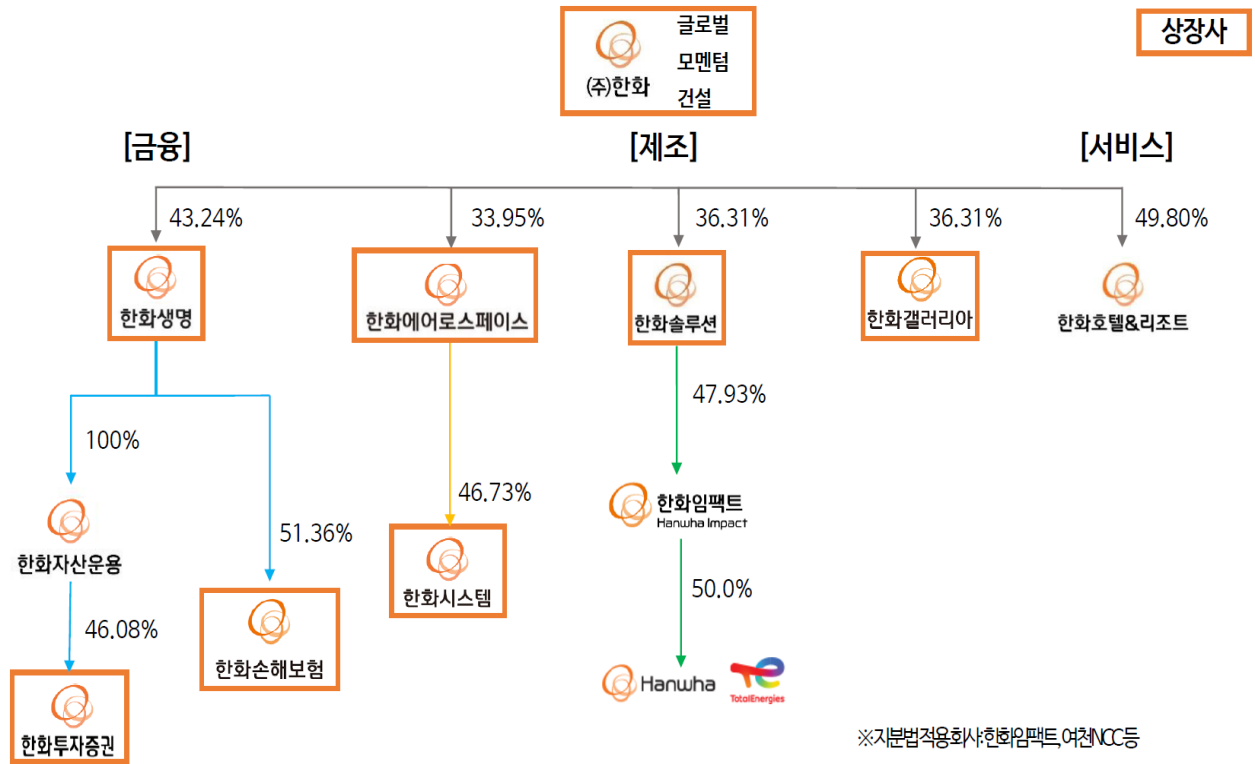
표1. 한화 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

자회사 가치	59,944
사업가치	14,485
순차입금	41,813
NAV	32,616
발행주식수	97,910,029
주당 NAV(원)	33,312

자회사	지분율	자회사 가치
한화솔루션	36.10%	17,422
한화생명보험	43.24%	9,012
한화호텔앤드리조트	49.80%	2,491
한화에어로스페이스	33.95%	17,633
기타		13,386

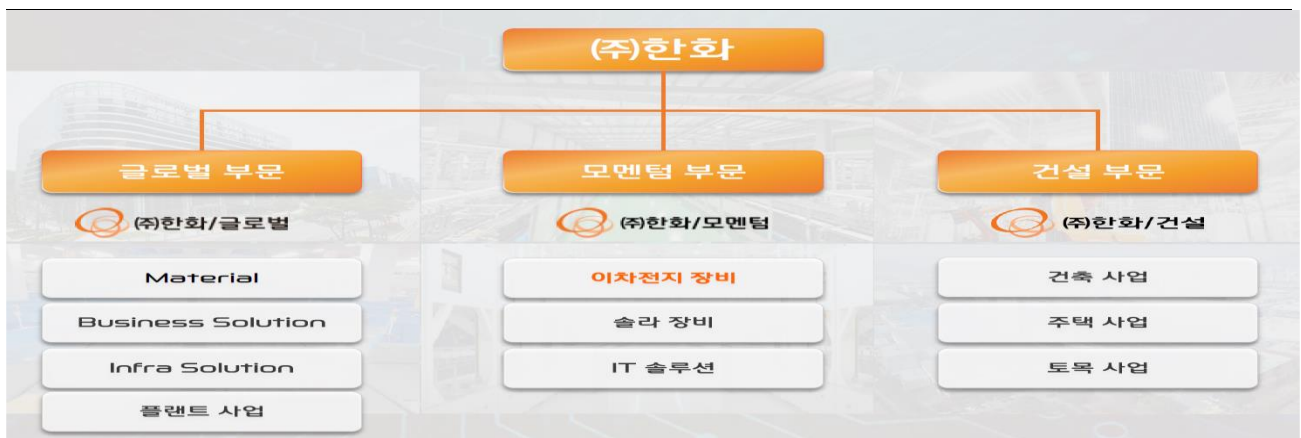
자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 한화그룹 지배구조



자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 한화 자체사업



자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

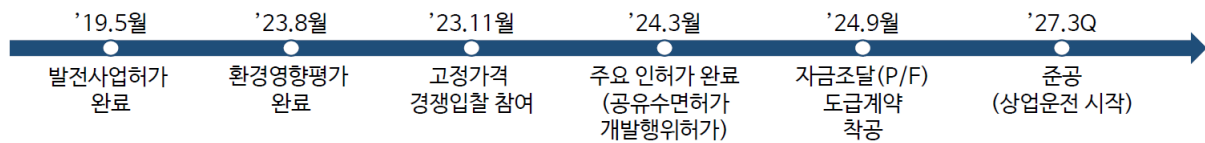
그림6. 신안우이 해상풍력 발전사업 개요

위치	전남 신안군 도초면 우이도 인근
사업규모	390MW(15MW x 26기)
총사업비	2.6조원
사업기간	건설기간 3년 운영기간 20년
컨소시엄	한화(37.0%), 남동발전(37.0%), SK D&D(26.0%)



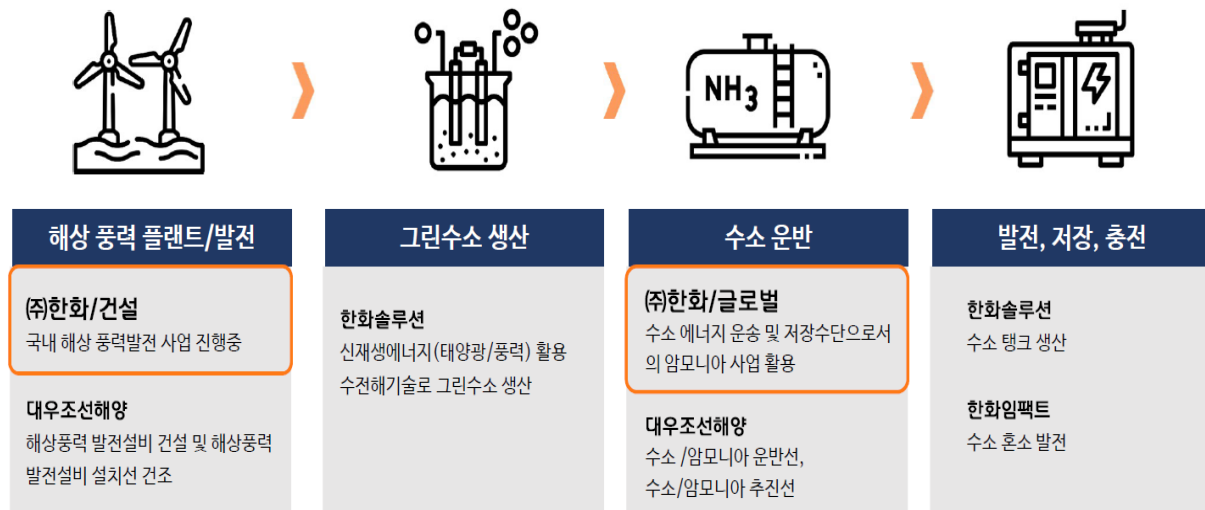
자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 신안우이 해상풍력 발전사업 추진 일정



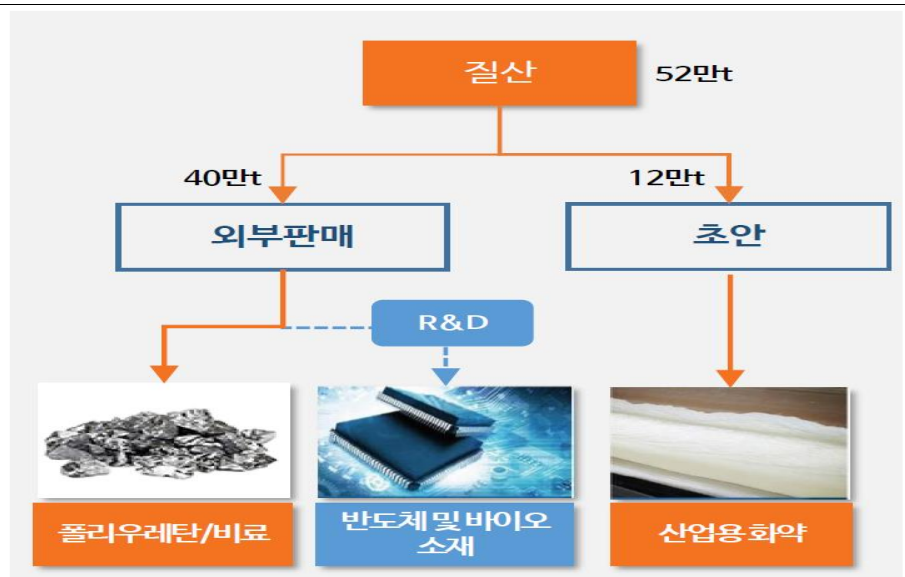
자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 한화그룹 그린에너지 밸류체인



자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 한화 증설 질산 활용 계획



자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

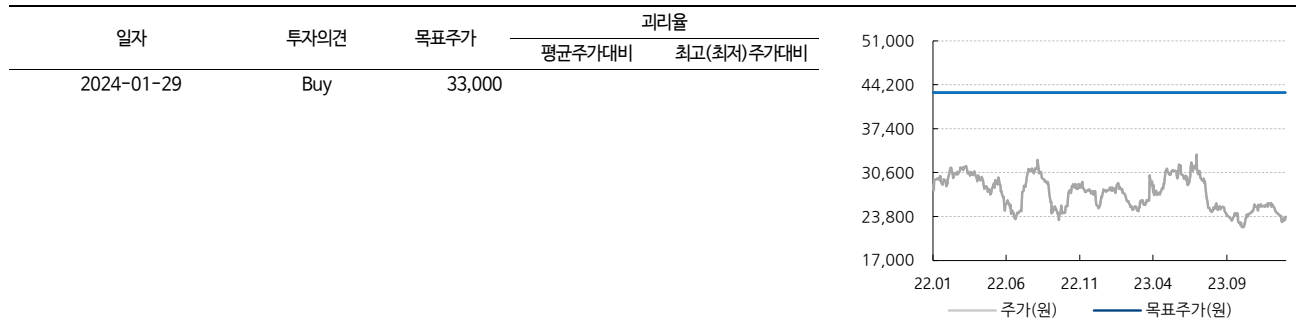
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원, %)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	22,353	24,348	26,653	28,952	매출액	62,278	55,383	57,807	59,773
현금 및 현금성자산	9,216	8,878	9,371	9,585	증가율(%)	17.9	-11.1	4.4	3.4
단기금융자산	713	900	1,136	1,434	매출원가	56,365	49,651	51,847	53,399
매출채권	5,452	4,892	5,089	5,248	매출충이익	5,913	5,732	5,959	6,374
재고자산	6,558	5,831	6,087	6,294	판매비와관리비	3,397	3,088	3,164	3,225
비유동자산	29,535	28,485	27,693	27,116	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	15,852	14,516	13,409	12,491	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,101	3,868	3,665	3,487	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	211,175	212,120	213,633	215,355	영업이익	2,516	2,644	2,795	3,149
유동부채	21,095	20,857	21,119	21,364	증가율(%)	-14.1	5.1	5.7	12.7
매입채무	3,281	2,918	3,046	3,149	영업이익률(%)	4.0	4.8	4.8	5.3
단기차입금	4,877	4,877	4,877	4,877	이자수익	6	8	8	9
유동성장기부채	3,429	3,429	3,429	3,429	이자비용	548	548	548	548
비유동부채	14,731	14,731	14,731	14,731	지분법이익(손실)	-76	-76	-76	-76
사채	3,838	3,838	3,838	3,838	기타영업외손익	263	320	177	123
장기차입금	4,229	4,229	4,229	4,229	세전계속사업이익	2,276	2,463	2,471	2,771
부채총계	190,296	190,059	190,321	190,566	법인세비용	33	664	603	676
자배주주지분	5,229	5,289	5,376	5,548	세전계속이익률(%)	3.7	4.4	4.3	4.6
자본금	490	490	490	490	당기순이익	2,243	1,799	1,869	2,095
자본잉여금	978	978	978	978	순이익률(%)	3.6	3.2	3.2	3.5
이익잉여금	6,673	7,277	7,908	8,623	자배주주귀속 순이익	1,312	678	704	789
기타자본항목	-2,913	-3,456	-4,000	-4,543	기타포괄이익	-5,263	-543	-543	-543
비자배주주지분	15,650	16,771	17,936	19,241	총포괄이익	-3,020	1,255	1,325	1,551
자본총계	20,879	22,060	23,312	24,790	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,873	7,648	5,986	5,768	주당지표(원)				
당기순이익	2,243	1,799	1,869	2,095	EPS	13,402	6,923	7,191	8,060
유형자산감가상각비	1,155	1,336	1,108	918	BPS	53,401	54,021	54,908	56,665
무형자산상각비	202	233	204	178	CFPS	27,263	22,949	20,582	19,253
지분법관련손실(이익)	-76	-76	-76	-76	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-3,791	-1,722	-1,771	-1,833	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,428	-	-	-	PER	1.9	3.7	3.3	2.9
무형자산의 처분(취득)	-251	-	-	-	PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
금융상품의 증감	-1,025	-595	-595	-595	PCR	0.9	1.0	1.2	1.2
재무활동 현금흐름	4,234	332	332	332	EV/EBITDA	6.9	6.3	5.8	5.9
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	3,907	-	-	-	ROE	24.5	12.9	13.2	14.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	6.2	7.6	7.1	7.1
배당금지급	-70	-74	-74	-74	부채비율	911.4	861.5	816.4	768.7
현금및현금성자산의증감	2,320	-338	493	214	순부채비율	30.9	29.9	25.2	21.6
기초현금및현금성자산	6,896	9,216	8,878	9,371	매출채권회전율(x)	12.8	10.7	11.6	11.6
기말현금및현금성자산	9,216	8,878	9,371	9,585	재고자산회전율(x)	10.6	8.9	9.7	9.7

자료 : 한화, 하이투자증권 리서치본부

한화 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-