

한화 (000880)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 jinilee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

40,000

유지

현재주가

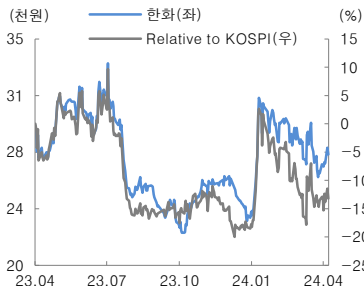
27,350

(24.04.30)

자주업종

KOSPI	2,683.65
시가총액	2,386십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	375십억원
52주 최고/최저	33,400원 / 22,150원
120일 평균거래대금	112억원
외국인지분율	15.52%
주요주주	김승연 외 8 인 43.56% 국민연금공단 7.61%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.9	-12.5	20.1	-2.2
상대수익률	4.5	-14.8	4.9	-8.0



바닥은 확실히 다졌다

- 2024년 1분기 별도 영업이익 1,837억원으로 증가. 자회사 배당 증가 때문
- 금융부문 제외한 연결 자회사 실적은 1분기를 저점으로 큰 폭 개선 기대
- 배당 증가 및 연결 자회사 실적 개선으로 주주환원확대 기반 마련 예상

투자의견 매수, 목표주가 40,000원 유지

한화는 금융계열사를 제외한 별도와 비금융 자회사들의 실적을 공시. 비금융 자회사인 경우 한화솔루션과 한화에어로스페이스가 시장 기대치를 하회하는 실적을 발표하였지만, 1분기가 실적 저점이라는 인식 확대

별도부문 실적은 자회사 배당금 및 브랜드 로열티 등이 포함된 기타 부문의 매출 및 영업이익이 큰 폭으로 증가하였으며, 건설부문도 이라크 BNCP(Bismayah New City Project) 매출 및 이익 반영되며 전년동기 수준의 매출 및 영업이익 실현

2024년 1분기를 저점으로 연결 자회사의 실적 개선을 감안할 때, 현 시점부터 긍정적인 시각으로 접근해도 무방하다는 판단. 자회사 실적 개선과 배당 및 로열티 수익 증가로 주주환원확대에 대한 기대감도 시간이 지나면서 나타날 것으로 기대

24년 1분기 실적 별도 기준 매출액 1조 6,524억원, 영업이익 1,837억 실현

한화의 별도 기준 1Q24 실적은 매출액 1조 6,524억원(+3.5% yoy), 영업이익 1,837억원(+178% yoy)을 실현

사업부문별로(증감은 yoy) [건설] 매출액 9,584억원(-7%), 영업이익 94억원(0%), [글로벌] 매출액 3,861억원(+5.2%), 영업이익 122억원(-31.8%), [모멘텀] 매출액 1,199억원(-4.6%), 영업손실 82억원(적자축소), [공통] 매출액 1,880억원(+230%), 영업이익 1,703억원

건설부문 이라크 BNCP 마무리 공사 재개되었으며, 현재 BNCP 수주잔고 7.8조원의 변경 계약 체결 예정임. 1분기 건설부문 수주는 5,901억원이며 수주 잔고는 14.5조원임. 글로벌 부문은 매출 증가에도 신규 사업 추진에 따른 개발비용 증가로 영업이익이 감소함. 공통 부문은 배당금 증가(24년 약 1,500억원, 23년 300억 미만)로 큰 폭의 매출 및 이익 증가

연결 자회사 중 비금융부문 실적은 부진하였으나, 2분기부터 개선 전망

한화의 금융부문 자회사 실적은 5월 14일 발표 예정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	50,887	53,135	54,866	59,593	61,441
영업이익	2,370	2,412	1,804	2,452	2,528
세전순이익	2,134	2,247	1,928	2,583	2,657
총당기순이익	2,009	1,636	1,403	1,881	1,934
자배분순이익	1,174	380	435	583	600
EPS	11,995	3,886	4,443	5,954	6,124
PER	2.1	6.6	6.2	4.6	4.5
BPS	110,440	110,214	114,991	121,370	128,018
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	14.4	3.5	3.9	5.0	4.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화, 대신증권 Research Center

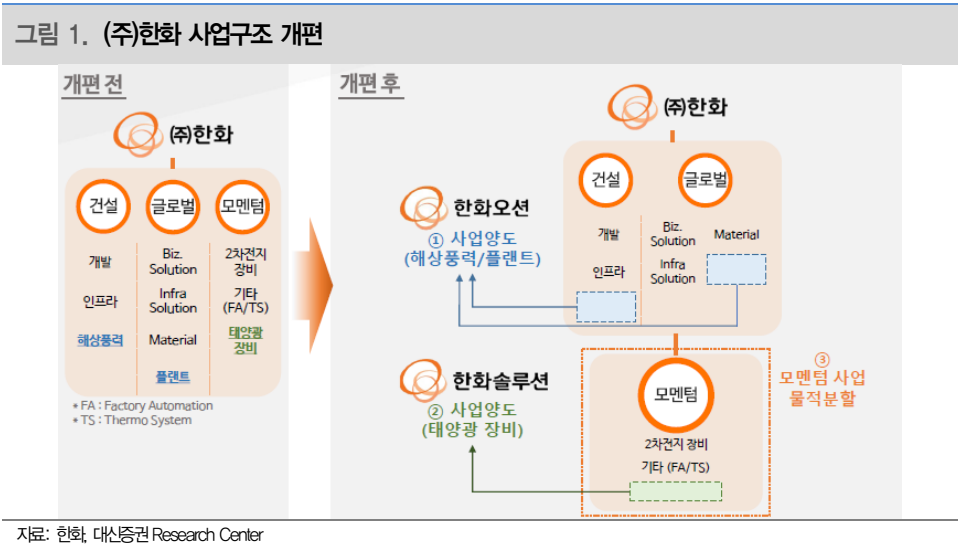


표 1. 한화의 Valuation Table (단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	Valuation 방식	2024F	Multiple, WACC, g(성장율)	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자회사업 EBITDA EV/EBITDA	508	4.5	2,284	31.5
	로열티 DCF	155	WACC=7%, g=0%	2,214	30.6
	소계——(1)			4,498	62.1
지분가치	계열사명	지분율	시가총액	Value	Weight
	한화솔루션	36.3	4,400	1,598	22.1
	상장자회사				
	에어로스페이스	34.0	10,708	3,636	50.2
	한화생명보험	43.2	2,562	1,108	15.3
	소계——(2)			6,341	87.5
	계열사명	지분율	장부가액	Value	Weight
	한화호텔앤리조트	49.8	249	249	3.4
	비상장자회사				
	한화테크엠	100.0	5	5	0.1
	기타 자회사	0.0	199	199	2.7
	소계——(3)			453	6.2
지분가치 합계				6,794	93.8
순차입금(별도)——(4)				4,046	-55.8
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)				7,246	100.0
할인율——(6)				60%	
Target NPV——(7)=(5)*(1-(6))				2,898	
발행주식수——(8)				74,958,735	
자기주식——(9)				1,132,437	
유통주식수——(10)=(8)-(9)				73,826,298	
목표주가(11)=(7)/(9)				39,261	
현재가(04/30)				27,350	
Upside Potential				43.5%	

자료: 대신증권 Research Center

표2. 한화의 분기 및 연간 연결 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	14,513	12,451	11,939	14,476	13,834	12,786	13,228	15,018	62,272	53,380	54,866
Change(% yoy)	10.4	-18.0	-29.1	-15.3	-4.7	2.7	10.8	3.7	17.9	-14.3	2.8
매출원가	12,214	11,150	10,936	13,492	12,641	11,585	11,897	13,993	56,326	47,792	50,115
% of 매출액	84.2	89.6	91.6	93.2	91.4	90.6	89.9	93.2	90.5	89.5	91.3
Change(% yoy)	2.3	-17.0	-27.2	-15.3	3.5	3.9	8.8	3.7	19.5	-15.1	4.9
매출총이익	2,299	1,301	1,003	984	1,193	1,201	1,332	1,025	5,946	5,588	4,750
GPM	15.8	10.4	8.4	6.8	8.6	9.4	10.1	6.8	9.5	10.5	8.7
Change(% yoy)	90.9	-25.8	-44.8	-15.8	-48.1	-7.7	32.8	4.1	4.2	-6.0	-15.0
판매비	925	1,018	621	753	802	690	688	766	3,430	3,317	2,947
% of 매출액	6.4	8.2	5.2	5.2	5.8	5.4	5.2	5.1	5.5	6.2	5.4
Change(% yoy)	25.3	21.3	-31.1	-20.8	-13.3	-32.2	10.8	1.7	23.5	-3.3	-11.2
영업이익	1,374	283	382	232	390	510	644	259	2,516	2,271	1,804
OPM	9.5	2.3	3.2	1.6	2.8	4.0	4.9	1.7	4.0	4.3	3.3
Change(% yoy)	195	-69	-58	6	-72	80	68	12	-14	-10	-21

I. 한화 및 주요 계열사 매출액													
비 금 융	한화(별도)	글로벌	367	299	313	359	386	311	326	373	1,540	1,337	1,395
		모멘텀	126	137	145	309	120	128	132	138	1,323	717	517
		건설	1,031	1,343	1,354	1,203	958	1,403	1,433	1,262	1,833	4,930	5,056
		기타	57	26	39	80	188	192	196	200	179	202	775
		소계	1,580	1,805	1,850	1,951	1,652	2,033	2,086	1,972	3,878	7,186	7,744
	한화솔루션 (연결)	3,100	3,393	2,926	3,870	2,393	3,174	3,418	3,750	13,131	13,289	12,734	
	에어로스페이스 (연결)	2,038	1,908	1,982	3,439	1,848	2,592	2,640	3,661	7,486	9,366	10,741	
	비금융합계		6,718	7,106	6,758	9,259	5,894	7,799	8,144	9,383	27,176	29,841	31,219
금 융	한화생명 (별도)	4,432	2,488	2,940	3,362	4,565	2,562	3,028	3,463	21,180	13,221	13,618	
	한화손보 등	3,169	2,270	1,951	2,030	3,375	2,425	2,057	2,172	13,372	9,421	10,029	
	금융합계	7,601	4,758	4,891	5,392	7,940	4,987	5,085	5,635	34,552	22,642	23,646	
기타 및 연결조정			194				0			542			
총 연결 매출액			14,513	12,451	11,939	14,476	13,834	12,786	13,228	15,018	62,272	53,380	54,866

II. 한화 및 주요 계열사 영업이익													
비 금 융	한화(별도)	소계	49	41	68	14	184	69	94	81	195	172	428
	한화솔루션	(연결)	271	194	98	41	-217	37	181	222	924	605	223
	에어로스페이스	(연결)	224	81	104	292	37	217	232	333	445	702	818
	비금융합계		545	316	271	346	4	323	506	635	1,745	1,478	1,469
금융	금융합계		886	154	166	-9	431	242	184	-250	978	1,196	606
기타 및 연결조정			-56	-187	-54	-105	-45	-55	-46	-126	-227	-403	-272
총 연결 영업이익			1,374	283	382	232	534	512	646	261	2,496	2,271	1,953

자료: 대신증권 Research Center
주: 자회사 연결 매출액 및 영업이익은 당사 추정치 기준

기업개요

기업 및 경영진 현황

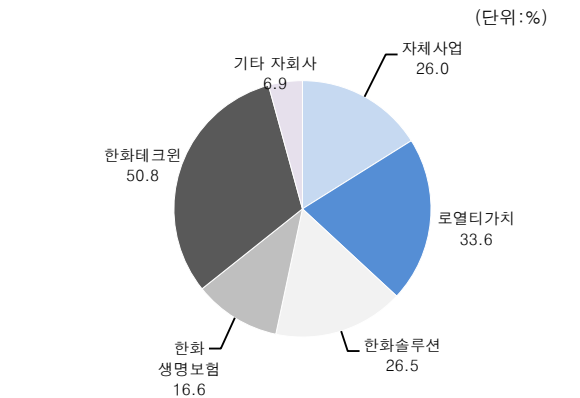
- 한화 그룹은 (주)한화, 한화케미칼(주), 한화테크윈(주), 한화투자증권(주) 등을 포함하여 국내 74개 계열회사와 해외 324개 계열회사가 소속
- 현재 당사의 최대 주주인 김승연은 자본 22.65%, 국민연금은 자본 7.61%를 보유함

주가 변동요인

- 정부의 대기업그룹 정책 및 공정거래법, 상법 등 관련 규제와 법률
- 상장지회사의 실적 및 주가에 따른 NAV 변동요인
- 비상장 지회사의 IPO 등 NAV 변화 요인
- 배당정책을 포함한 주주 가치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

자료: 한화, 대신증권 Research Center

한화의 NAV 구성 요인



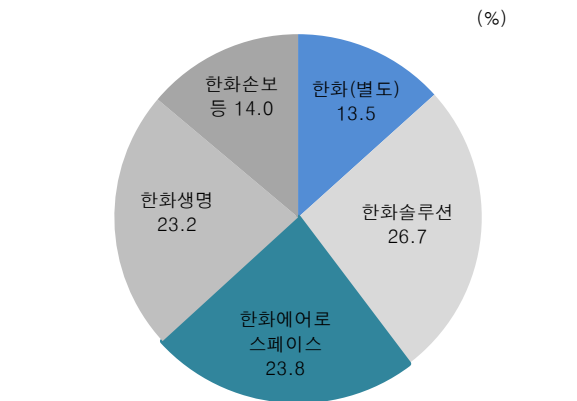
자료: 한화, 대신증권 Research Center

Earnings Driver

그림 2. 한화의 NAV 대비 시가총액 할인율 추이

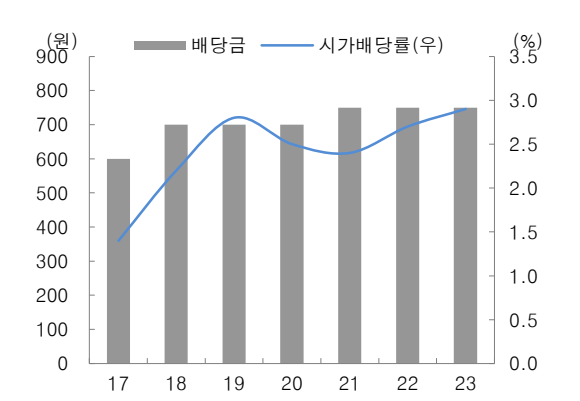


그림 3. 한화의 4Q23 연결기준 매출비중



자료: 한화, 대신증권 Research Center

그림 4. 한화 보통주 기준 연간 배당 추이



자료: 한화, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	50,887	53,135	54,866	59,593	61,441
매출원가	45,087	46,735	50,115	53,938	55,610
매출총이익	5,800	6,400	4,750	5,655	5,830
판매비와관리비	3,430	3,988	2,947	3,203	3,303
영업이익	2,370	2,412	1,804	2,452	2,528
영업외수익	47	45	33	41	41
EBITDA	3,727	3,966	3,220	3,928	4,055
영업외손익	-236	-165	124	131	129
관계기업손익	-76	49	54	54	54
금융수익	117	239	250	263	275
외환포함이익	1,043	802	802	802	802
금융비용	-547	-903	-575	-571	-578
외환포함손실	0	0	0	0	0
기타	271	449	394	386	377
법인세비용차감전순이익	2,134	2,247	1,928	2,583	2,657
법인세비용	-125	-611	-524	-703	-723
계속사업순이익	2,009	1,636	1,403	1,881	1,934
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,009	1,636	1,403	1,881	1,934
당기순이익	39	31	26	32	31
비재계분순이익	835	1,255	968	1,298	1,335
재계분순이익	1,174	380	435	583	600
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	427	-35	23	25	27
포괄순이익	6,280	1,282	1,633	2,129	2,202
비재계분포괄이익	2,903	1,327	1,127	1,469	1,520
재계분포괄이익	3,378	-45	506	660	683

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	11,995	3,886	4,443	5,954	6,124
PER	2.1	6.6	6.2	4.6	4.5
BPS	110,440	110,214	114,991	121,370	128,018
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EBITDAPS	38,063	40,502	32,890	40,116	41,417
EV/EBITDA	9.5	10.3	12.2	10.0	9.5
SPS	519,730	542,690	560,367	608,654	627,522
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CFPS	29,368	25,027	36,563	43,831	45,176
DPS	750	750	750	750	750

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	-3.7	4.4	3.3	8.6	3.1
영업이익 증/감	-19.1	1.8	-25.2	35.9	3.1
순이익 증/감	-12.0	-18.6	-14.2	34.0	2.9
수익성					
ROIC	10.8	7.1	5.0	6.6	6.7
ROA	1.2	1.2	0.9	1.2	1.2
ROE	14.4	3.5	3.9	5.0	4.9
안정성					
부채비율	493.7	531.8	508.1	485.9	465.8
순차입금비율	32.4	48.2	38.6	33.3	25.9
이자보상비율	4.3	2.7	3.1	4.3	4.4

자료: 한화 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	22,317	23,054	23,231	25,940	29,060
현금및현금성자산	6,673	4,909	5,617	6,743	9,185
매출채권 및 기타채권	5,056	5,438	5,626	6,087	6,289
재고자산	6,558	7,750	8,002	8,692	8,961
기타유동자산	4,031	4,957	3,986	4,418	4,625
비유동자산	29,535	36,591	37,394	38,334	39,243
유형자산	15,852	19,647	20,079	20,631	21,115
관계기업투자금	3,968	6,635	7,029	7,448	7,894
기타비유동자산	9,715	10,309	10,286	10,254	10,234
자산총계	196,977	209,738	210,643	214,217	218,170
유동부채	21,095	26,075	24,606	25,701	27,072
매입채무 및 기타채무	5,445	6,625	6,580	6,778	6,919
차입금	4,877	5,929	6,279	6,629	6,979
유동상채무	3,429	3,742	1,450	1,450	1,750
기타유동부채	7,344	9,778	10,296	10,844	11,423
비유동부채	14,501	16,727	16,993	16,877	16,782
차입금	8,067	9,816	9,766	9,316	8,866
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6,434	6,911	7,227	7,562	7,917
부채총계	163,801	176,539	176,005	177,658	179,609
자본부분	10,813	10,791	11,259	11,883	12,534
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	1,338	1,355	1,355	1,355	1,355
이익잉여금	7,774	7,599	7,960	8,470	8,996
기타자본변동	1,212	1,348	1,454	1,569	1,694
비재계분	22,363	22,408	23,379	24,676	26,028
자본총계	33,176	33,199	34,638	36,559	38,562
순차입금	10,754	16,016	13,355	12,174	9,983

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	2,406	3,793	1,137	1,194	1,760
당기순이익	0	0	1,403	1,881	1,934
비현금항목의 가감	866	815	2,177	2,411	2,489
감가상각비	1,357	1,554	1,417	1,476	1,527
외환손익	-553	-453	-43	-43	-43
자본법평가손익	76	-49	-54	-54	-54
기타	-14	-236	858	1,033	1,059
자산부채의 증감	-3,992	-2,381	-1,364	-1,844	-1,383
기타현금흐름	5,532	5,359	-1,079	-1,254	-1,280
투자활동 현금흐름	-3,613	-6,668	-1,878	-2,104	-2,132
투자자산	-2,790	-2,661	-412	-438	-466
유형자산	-1,434	-4,132	-1,652	-1,852	-1,852
기타	612	125	187	186	186
재무활동 현금흐름	3,192	1,799	-4,360	-2,468	-2,168
단기차입금	0	0	350	350	350
사채	0	0	50	-50	-50
장기차입금	2,867	4,166	-100	-400	-400
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-70	-74	-74	-74	-74
기타	395	-2,294	-4,586	-2,294	-1,994
현금의 증감	1,994	-1,067	-2,900	1,126	2,442
기초 현금	7,602	9,584	8,517	5,617	6,743
기말 현금	9,596	8,517	5,617	6,743	9,185
NOPLAT	2,231	1,756	1,313	1,785	1,840
FCF	1,796	-1,246	930	1,261	1,368

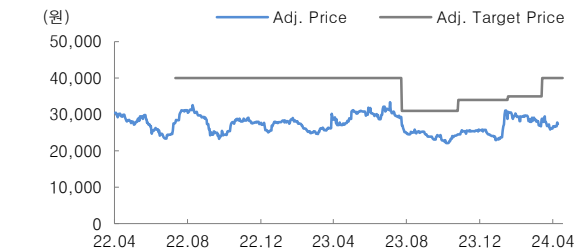
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화(000880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.03	24.04.04	24.03.03	24.02.07	23.11.16	23.08.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Marketperform
목표주가	40,000	40,000	35,000	35,000	34,000	31,000
과다율(평균%)		(32.33)	(17.48)	(15.82)	(25.31)	(21.83)
과다율(최대/최소%)		(26.38)	(12.71)	(12.71)	(8.53)	(15.32)
제시일자	23.05.24	23.02.01	22.11.01	22.08.01		
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy		
목표주가	40,000	40,000	40,000	40,000		
과다율(평균%)	(23.89)	(32.25)	(30.41)	(30.02)		
과다율(최대/최소%)	(16.50)	(22.13)	(18.63)	(18.63)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240430)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.8%	6.2%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 기업 투자의견
- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상