

한화 (000880)

주주환원 정책이 절실하게 필요한 시기

동사 자체사업 개편이 배당확대로 이어지지 않기 때문에 주가에 우호적으로 작용하지 않고 있음⇒ 사업양도로 유입되는 현금 등을 기반으로 배당확대 등 주주환원 정책이 절실하게 필요한 시기

2018년 초까지 동사의 자체 사업은 화약, 방산, 기계, 무역 부문 등 4개 사업 부문으로 구성되었다. 그러다 2018년 말에 화약 부문과 방산 부문을 화약·방산 부문으로 통합해 사업 부문을 3개로 재편하였다. 2020년에는 무역 부문을 해체한 이후 유화 사업은 화약·방산 부문으로, 기계 사업은 기계 부문으로 넘겼다. 또한 화약·방산 부문을 분리해 남은 무역 부문을 화약 부문과 합쳐 지금의 글로벌 부문이 만들어졌다.

2022년 7월 기계 부문이 모멘텀 부문으로 이름을 바꿨으며, 12월에는 한화건설을 합병하여 건설 부문을 만들었고 방산 부문은 한화에어로스페이스에 넘겼다. 이에 따라 동사 자체사업이 2023년에는 글로벌, 모멘텀, 건설 부문 등 3개 사업 부문으로 재편되었다.

이러한 환경하에서 올해 4월 동사의 자체 사업구조 개편을 발표하였으며, 이번달에 마무리 되었다. 즉, 동사의 해상풍력/플랜트 사업과 태양광장비 사업을 각각 한화오션과 한화솔루션에 4,025억원, 370억원에 사업양도 하였다.

또한 배터리 소재와 관련된 공정 전반에 투입되는 설비 라인업을 보유하고 있는 모멘텀부문을 물적분할하여 100% 자회사로 설립하였다. 이러한 물적분할에 대하여 주식매수청구권을 행사할 수 있는데 보통주 기준으로 4,456,938주가 행사되었다. 이에 따라 동사는 주식매수청구권 행사 대금으로 1,265억원을 지급하였으며, 자사주 비중이 기존 1.5%에서 7.5%로 자연스럽게 증가하였다.

2018년 1월 초 동사의 주가는 41,500원 수준 이었는데 현재(7/26) 주가는 30,450원으로 이와 같은 동사 자체사업 개편이 주가에 우호적으로 작용하지 않고 있다. 이는 동사 자체사업 개편이 사업기반 약화로 이어져 배당확대로 이뤄지지 않기 때문이다.

이에 따라 사업양도로 유입되는 현금 4,395억원 등을 기반으로 배당확대 등 주주환원 정책 등이 절실하게 필요한 시기이다.

한화에너지가 동사 지분율을 확대하는 것이 과연 책임 경영을 강화하는 것인지 많은 의문점이 남는다

김승연 회장의 장남인 김동관 50%, 차남인 김동원과 김동선이 각각 25%의 지분을 보유하고 있는 한화에너지가 최근 동사 지분에 대하여 공개매수를 한 결과 3,898,993주를 매입하였다. 이에 따라 한화에너지의 동사 지분율이 기존 9.7%에서 14.9%로 확대되었다.

그런데 공개매수의 목적으로 동사의 지분율을 확보하여 책임 경영을 강화한다고 발표하였다. 한화그룹 승계에 핵심회사가 될 수 있는 한화에너지가 동사 지분율을 확대하는 것이 과연 책임 경영을 강화하는 것인지 많은 의문점이 남는다. 이에 따라 동사에 대하여 지배구조 개선이 절실하게 필요한 시기이다.

목표주가 38,000원으로 상향

동사에 대하여 투자자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 38,000원으로 상향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였으며, 자체사업의 경우 2024년 예상 EV/EBITDA에 4.0배를 적용하여 산출하였다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M) 38,000원(상향)
종가(2024.07.26) 30,450원
상승여력 24.8 %

Stock Indicator

자본금	490십억원
발행주식수	7,496만주
시가총액	2,282십억원
외국인지분율	12.5%
52주 주가	22,150~31,300원
60일평균거래량	310,880주
60일평균거래대금	8.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.0	13.8	28.2	-1.9
상대수익률	20.2	11.0	18.0	-7.3

Price Trend



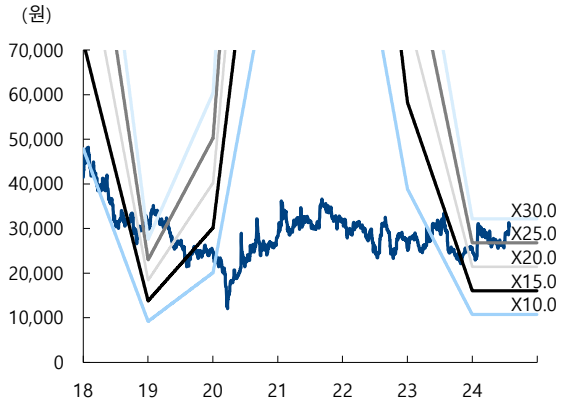
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	53,135	54,737	59,727	61,361
영업이익(십억원)	2,412	1,743	2,922	3,209
순이익(십억원)	380	105	388	441
EPS(원)	3,886	1,071	3,966	4,499
BPS(원)	110,214	110,639	113,959	116,812
PER(배)	6.6	28.4	7.7	6.8
PBR(배)	0.2	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	3.5	1.0	3.8	4.4
배당수익률(%)	2.9	2.5	2.5	2.5
EV/EBITDA(배)	3.2	5.4	4.8	2.7

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

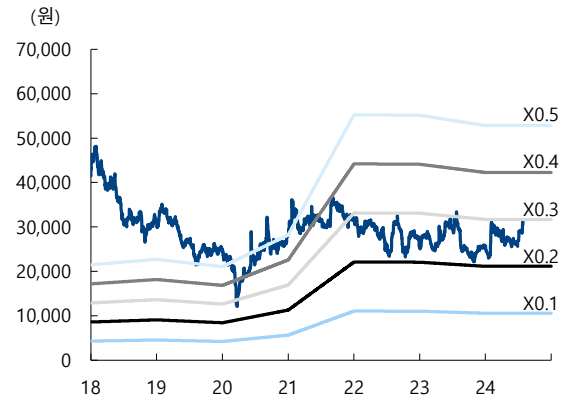
이상현 2122-9198 value3@hi-ib.com

그림1. 한화 PER 밴드



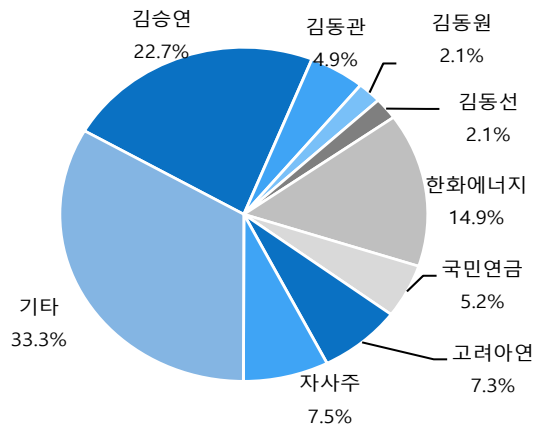
자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화 PBR 밴드



자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 한화 주주 분포(2024년 7월 26일 기준)



자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

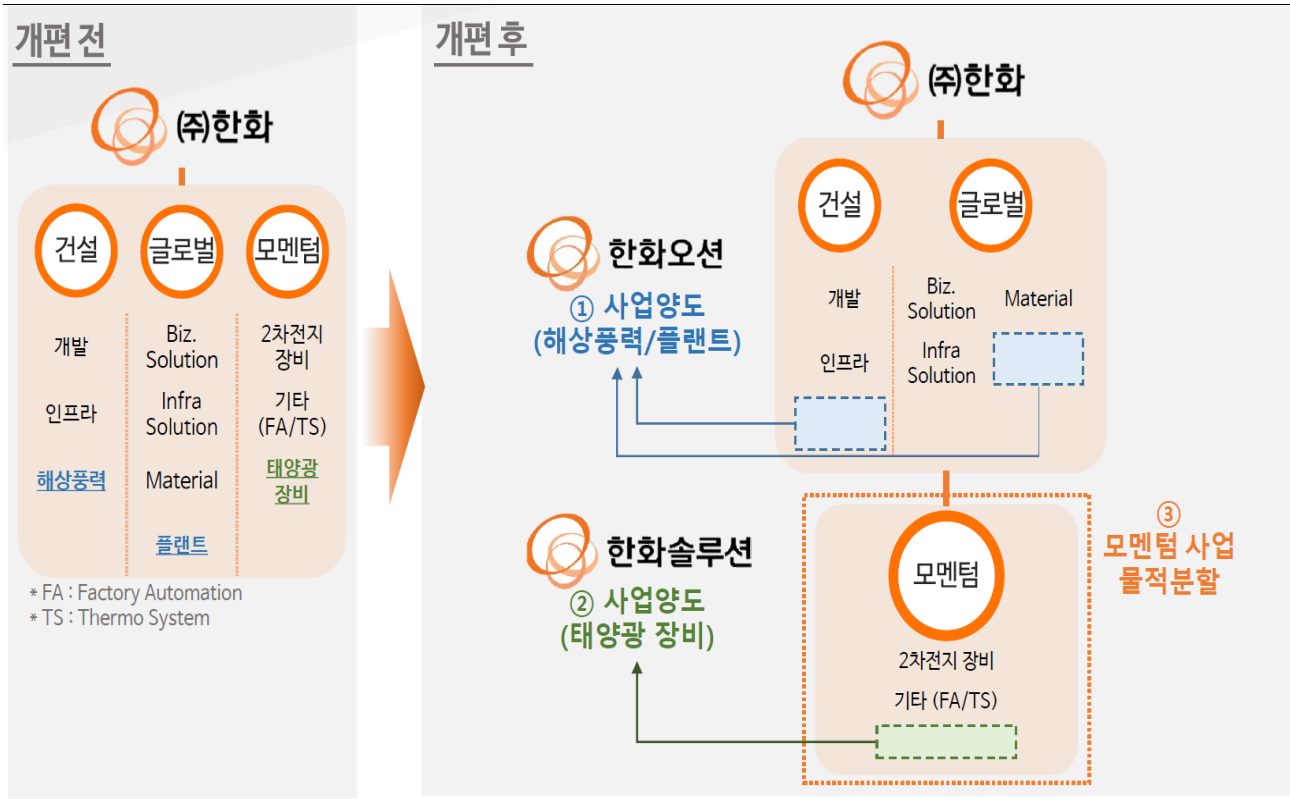
표1. 한화 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

자회사 가치	67,353
사업가치	12,185
순차입금	41,813
NAV	37,725
발행주식수	97,910,029
주당 NAV(원)	38,530

자회사	지분율	자회사 가치
한화솔루션	36.15%	15,032
한화생명보험	43.24%	9,388
한화호텔앤드리조트	49.80%	2,491
한화에어로스페이스	33.95%	28,056
기타		12,386

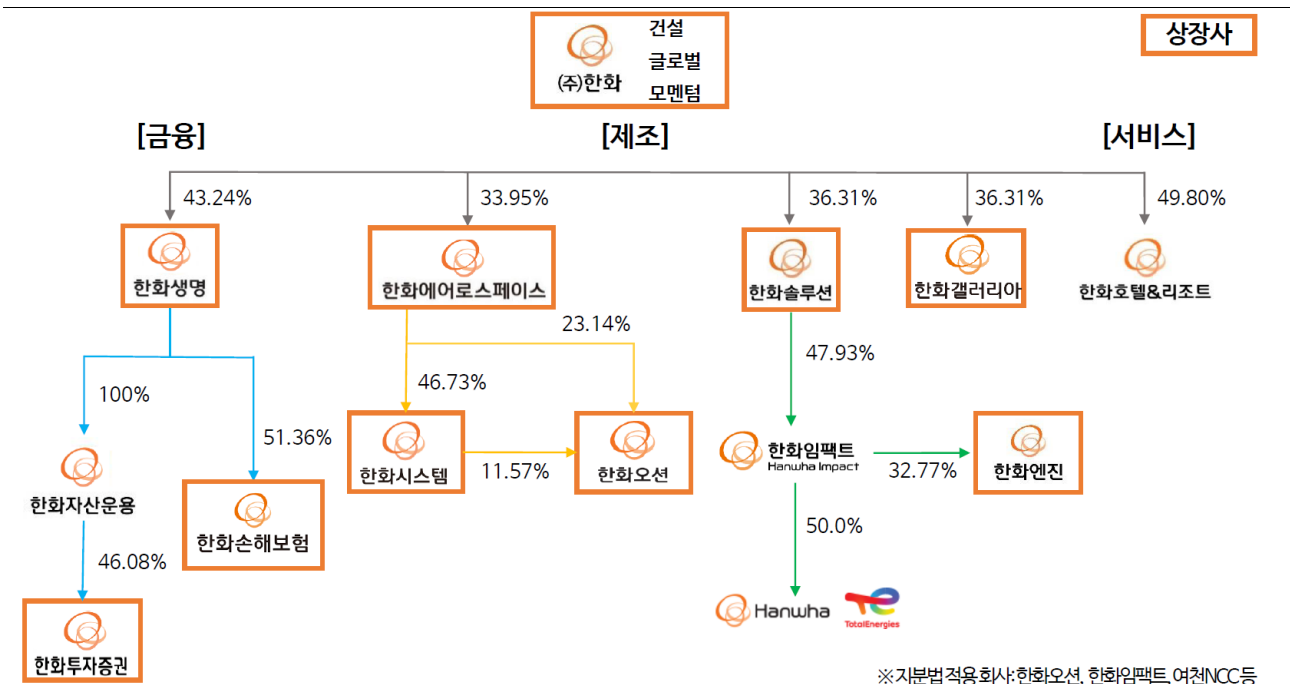
자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 한화 자세사업 개편



자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 한화그룹 지분 소유구조



자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

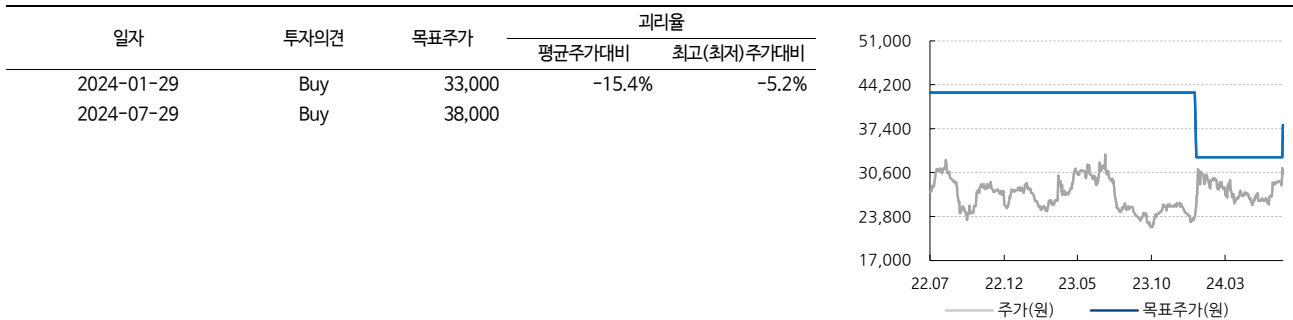
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	23,054	22,872	23,989	35,591	매출액	53,135	54,737	59,727	61,361
현금 및 현금성자산	8,529	3,007	1,059	9,776	증가율(%)	4.4	3.0	9.1	2.7
단기금융자산	549	423	326	251	매출원가	46,735	48,878	52,409	53,694
매출채권	6,427	6,591	7,102	7,269	매출충이익	6,400	5,859	7,318	7,666
재고자산	7,750	7,983	8,711	8,949	판매비와관리비	3,988	4,116	4,396	4,457
비유동자산	36,591	37,261	38,196	39,352	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	19,647	18,268	17,122	16,169	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,239	3,989	3,772	3,581	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	209,738	210,226	212,277	225,036	영업이익	2,412	1,743	2,922	3,209
유동부채	26,075	26,664	27,597	39,013	증가율(%)	1.8	-27.7	67.6	9.8
매입채무	4,067	4,189	4,571	4,696	영업이익률(%)	4.5	3.2	4.9	5.2
단기차입금	5,929	5,929	5,929	5,929	이자수익	8	5	2	15
유동성장기부채	3,742	3,742	3,742	3,742	이자비용	905	905	905	905
비유동부채	16,727	16,727	16,727	16,727	지분법이익(손실)	49	49	49	49
사채	4,077	4,077	4,077	4,077	기타영업외손익	449	-268	-133	-138
장기차입금	5,739	5,739	5,739	5,739	세전계속사업이익	2,247	857	2,169	2,463
부채총계	176,539	177,129	178,062	189,478	법인세비용	611	406	498	568
자배주주지분	10,791	10,343	10,179	10,066	세전계속이익률(%)	4.2	1.6	3.6	4.0
자본금	490	490	490	490	당기순이익	1,636	451	1,671	1,896
자본잉여금	1,355	1,355	1,355	1,355	순이익률(%)	3.1	0.8	2.8	3.1
이익잉여금	7,599	7,630	7,945	8,312	자배주주귀속 순이익	380	105	388	441
기타자본항목	1,348	869	389	-90	기타포괄이익	-353	-479	-479	-479
비자배주주지분	22,408	22,754	24,037	25,492	총포괄이익	1,282	-28	1,192	1,417
자본총계	33,199	33,097	34,215	35,558	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	3,793	2,785	2,768	13,455	주당지표(원)				
당기순이익	1,636	451	1,671	1,896	EPS	3,886	1,071	3,966	4,499
유형자산감가상각비	1,319	1,379	1,146	953	BPS	110,214	110,639	113,959	116,812
무형자산상각비	235	250	218	190	CFPS	19,754	17,708	17,899	16,171
지분법관련손실(이익)	49	49	49	49	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-6,668	-1,783	-1,812	-1,834	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-4,132	-	-	-	PER	6.6	28.4	7.7	6.8
무형자산의 처분(취득)	-276	-	-	-	PBR	0.2	0.3	0.3	0.3
금융상품의 증감	-2,764	-2,249	-2,249	-2,249	PCR	1.3	1.7	1.7	1.9
재무활동 현금흐름	1,799	-2,368	-2,368	-2,368	EV/EBITDA	3.2	5.4	4.8	2.7
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	4,166	-	-	-	ROE	3.5	1.0	3.8	4.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.5	6.2	7.2	7.1
배당금지급	-74	-74	-74	-74	부채비율	531.8	535.2	520.4	532.9
현금및현금성자산의증감	-1,067	-5,522	-1,948	8,717	순부채비율	31.4	48.5	52.9	26.6
기초현금및현금성자산	9,596	8,529	3,007	1,059	매출채권회전율(x)	8.9	8.4	8.7	8.5
기말현금및현금성자산	8,529	3,007	1,059	9,776	재고자산회전율(x)	7.4	7.0	7.2	6.9

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 기관투자자 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 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%