

한화 (000880)

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

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

35,000

유지

현재주가

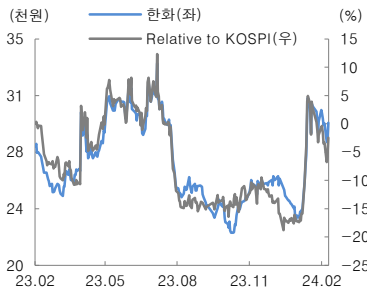
29,400

(24.02.29)

자주업종

KOSPI	2642.36
시가총액	2,566십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	375십억원
52주 최고/최저	33,400원 / 22,150원
120일 평균거래대금	88억원
외국인지분율	16.07%
주요주주	김승연 외 8 인 43.56% 국민연금공단 7.61%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.0	16.6	19.0	9.3
상대수익률	15.9	10.9	14.1	-0.6



Results Comment

24년 상반기까지는 쉬어갈 듯

- 2023년 4분기 실적 당사 및 시장 컨센서스 크게 하회
- 건설원가 상승에 따른 별도 영업이익 감소와 솔루션, 생명 실적 부진 영향
- 연결 자회사(에어로스페이스 제외)와 별도 실적 상반기까지 개선 제한적

투자 의견 매수, 목표주가 35,000원 유지

한화에어로스페이스의 주가 상승에 따른 지분가치 증가에도 불구하고, 건설 수익성 악화에 따른 별도 부문의 영업가치 하락으로 NAV 변동 크지 않음. 23년 4분기 실적은 시장 및 당사 추정을 크게 하회. 24년 상반기까지도 한화에어로스페이스를 제외한 연결 자회사와 별도 부문의 실적 개선 제한적으로 판단. NAV대비 시가총액의 할인율이 높은 점을 감안하여 투자 의견 매수 유지하지만, 2024년 상반기까지 주가 상승 모멘텀 부족. 정부의 밸류업 프로그램과 관련한 주주환원확대에 대해서도 명확한 입장 정리가 안된 것으로 판단

23년 4분기 영업이익 2,317억원으로 당사 및 시장 컨센서스 하회

한화의 2023년 4분기 실적은 매출액 14조 4,760억원, 영업이익 2,317억원, 지배주주순손실 1,184억원으로 당사 및 시장 기대치를 하회함. (별도) 매출액은 19,500원(+26% yoy), 영업이익 135억(-85% yoy)으로 부진한 실적 시현. 별도부문의 영업이익 감소는 건설부문의 공사원가 상승에 따른 영향으로 2024년에도 당분간 지속될 것으로 전망

24년 에어로스페이스를 제외한 연결 자회사와 별도 부문 실적 개선 제한적

24년 별도 부문은 [글로벌] 24년 7월 질산 40만톤 증설로 매출액 1천억원 증가 기대, [모멘텀] 24년 수주목표 1.1조원으로 23년 대비 10% 증가 전망, [건설] 원가율 상승 지속. 연결 자회사 [한화솔루션] 상반기까지 태양광 판가 하락과 석유화학 시장 부진 전망 [한화에어로스페이스] 지상방산의 폴란드 추가 수주 등으로 성장 예상, [금융] 생명은 안정적인 신계약 CSM 확보, 손보는 보장성 보험 확대 등 본업 경쟁력 강화 전망됨

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	잠정치	4Q23			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	17,099	12,110	16,547	14,476	-15.3	19.5	16,634	14,736	2.3	1.8
영업이익	214	508	542	232	8.4	-54.4	541	366	-73.4	58.0
순이익	75	85	294	-118	적전	적전	376	98	-74.6	흑전

자료: 한화, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	52,836	62,278	53,135	55,820	57,439
영업이익	2,928	2,516	2,412	1,836	1,793
세전순이익	3,216	2,276	2,247	1,564	1,395
총당기순이익	2,282	2,243	1,636	1,139	1,016
지배지분순이익	973	1,312	380	265	236
EPS	9,943	13,402	3,885	2,705	2,413
PER	3.2	1.9	6.6	10.9	12.2
BPS	56,123	53,401	55,024	55,390	55,385
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	20.3	24.5	7.2	4.9	4.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	55,206	57,515	53,135	55,820	-3.8	-2.9
판매비와 관리비	3,712	3,087	3,604	3,002	-2.9	-2.8
영업이익	2,722	2,734	2,412	1,836	-11.4	-32.9
영업이익률	4.9	4.8	4.5	3.3	-0.4	-1.5
영업외손익	-92	-64	-165	-271	적자유지	적자유지
세전순이익	2,631	2,670	2,247	1,564	-14.6	-41.4
지배지분순이익	793	805	380	265	-52.0	-67.1
순이익률	3.2	3.1	3.1	2.0	-0.1	-1.1
EPS(지배지분순이익)	8,101	8,221	3,885	2,705	-52.0	-67.1

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	380	4.5	1,709	26.0
	로열티	DCF	155	WACC=7%, g=0%	2,214	33.6
	소계——(1)				3,923	59.6
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	Weight
		한화솔루션	36.3	4,804	1,745	26.5
		에어로스페이스	34.0	9,848	3,343	50.8
		한화생명보험	43.2	2,692	1,164	17.7
	비상장자회사	소계——(2)			6,252	95.0
		계열사명	지분율	장부가액	Value	Weight
		한화호텔앤리조트	49.8	249	249	3.8
		한화테크엠	100.0	5	5	0.1
합계	지분가치 합계	기타 자회사	0.0	199	199	3.0
		소계——(3)			453	6.9
					6,705	101.9
		순차입금(별도)——(4)			4,046	-61.5
	순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)				6,582	100.0
	할인율——(6)				60%	
	Target NPV——(7)=(5)*(1-(6))				2,633	
	발행주식수——(8)				74,958,735	
Upside Potential	자기주식——(9)				1,132,437	
	유통주식수——(10)=(8)-(9)				73,826,298	
	목표주가(11)=(7)/(9)				35,660	
	현재가(11/13)				29,450	
					21.1%	

자료: 대신증권 Research Center

표2. 한화의 분기 및 연간 연결 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	14,513	12,451	11,939	14,476	14,736	12,847	13,256	14,981	62,272	53,380	55,820
Change(% yoy)	10.4	-18.0	-29.1	-15.3	1.5	3.2	11.0	3.5	17.9	-14.3	4.6
매출원가	12,214	11,150	10,936	13,492	13,515	11,619	11,906	13,942	56,358	47,792	50,983
% of 매출액	84.2	89.6	91.6	93.2	91.7	90.4	89.8	93.1	90.5	89.5	91.3
Change(% yoy)	2.3	-17.0	-27.3	-15.3	10.7	4.2	8.9	3.3	19.6	-15.2	6.7
매출총이익	2,299	1,301	1,003	984	1,221	1,228	1,350	1,039	5,913	5,588	4,837
GPM	15.8	10.4	8.4	6.8	8.3	9.6	10.2	6.9	9.5	10.5	8.7
Change(% yoy)	90.9	-25.8	-43.9	-15.6	-46.9	-5.6	34.5	5.5	3.7	-5.5	-13.4
판매비	925	1,018	621	753	855	694	689	764	3,397	3,317	3,002
% 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	-28.8	-20.6	-7.6	-31.8	11.0	1.5	22.4	-2.4	-9.5
영업이익	1,374	283	382	232	366	535	660	275	2,516	2,271	1,836
OPM	9.5	2.3	3.2	1.6	2.5	4.2	5.0	1.8	4.0	4.3	3.3
Change(% yoy)	195	-69	-58	6	-73	89	73	19	-14	-10	-19

I. 한화 및 주요 계열사 매출액													
비 금 융	한화(별도)	글로벌	367	299	313	359	382	311	326	373	1,540	1,337	1,391
		모멘텀	126	137	145	309	263	280	290	302	1,323	717	1,135
		건설	1,031	1,343	1,354	1,203	1,067	1,403	1,433	1,262	1,833	4,930	5,164
		기타	57	26	39	80	81	83	85	86	179	202	335
		소계	1,580	1,805	1,850	1,951	1,793	2,077	2,133	2,023	3,878	7,186	8,025
	한화솔루션 (연결)		3,100	3,393	2,926	3,870	2,799	3,175	3,412	3,705	13,654	13,289	13,091
	에어로스페이스 (연결)		2,038	1,908	1,982	3,439	2,205	2,609	2,627	3,617	6,965	9,366	11,058
	비금융합계		6,718	7,106	6,758	9,259	6,796	7,861	8,171	9,346	27,178	29,841	32,174
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	14,736	12,847	13,256	14,981	62,272	53,380	55,820

II. 한화 및 주요 계열사 영업이익													
비 금 융	한화(별도)	소계	49	41	68	14	50	71	96	83	195	172	300
	한화솔루션	(연결)	271	194	98	41	-58	58	193	230	966	605	423
	에어로스페이스	(연결)	224	81	104	292	178	219	234	338	422	702	970
	한화건설	(별도)	0	0	0	0	0	0	0	0	181	0	0
	비금융합계		545	316	271	346	171	348	523	651	1,764	1,478	1,692
금융	금융합계		886	154	166	-9	240	242	184	-250	978	1,196	416
기타 및 연결조정			-56	-187	-54	-105	-45	-55	-46	-126	-227	-403	-272
총 연결 영업이익			1,374	283	382	232	366	535	660	275	2,515	2,271	1,836

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

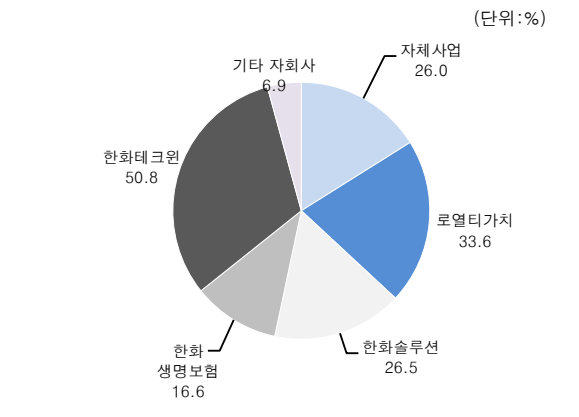
- 한화 그룹은 (주)한화, 한화케미칼(주), 한화테크윈(주), 한화투자증권(주) 등을 포함하여 국내 74개 계열회사와 해외 324개 계열회사가 소속
- 현재 당사의 최대 주주인 김승연은 자본 22.65%, 국민연금은 자본 7.61%를 보유함

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 1. 한화의 NAV 대비 시가총액 할인율 추이

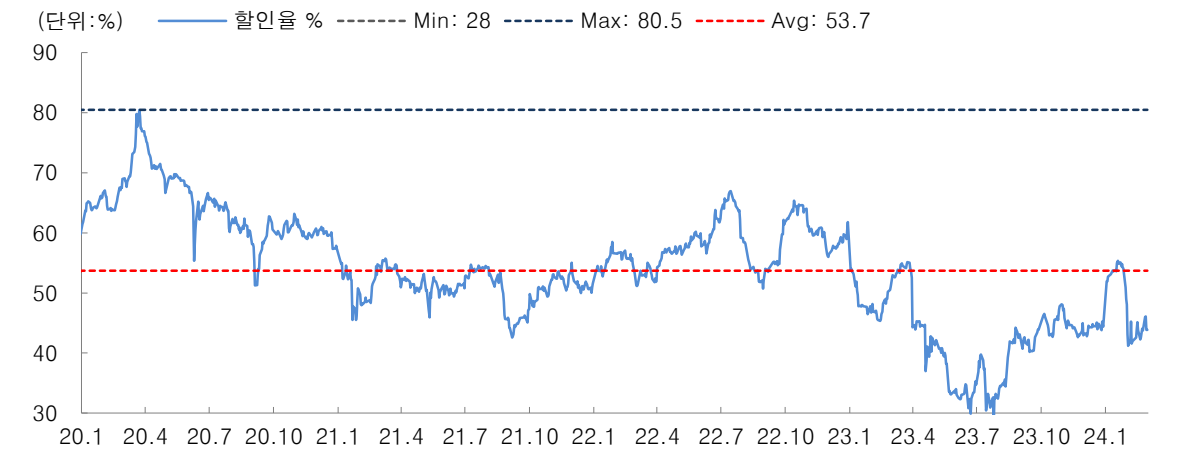
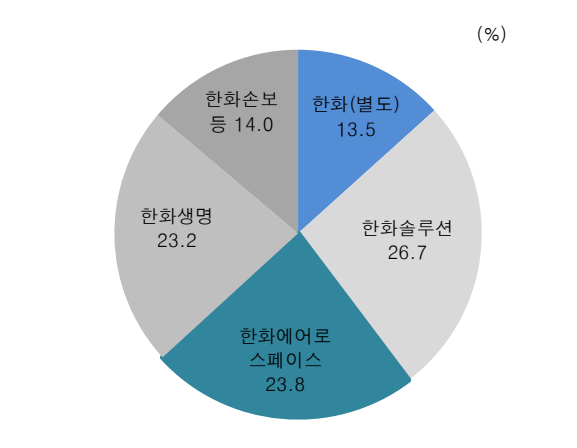
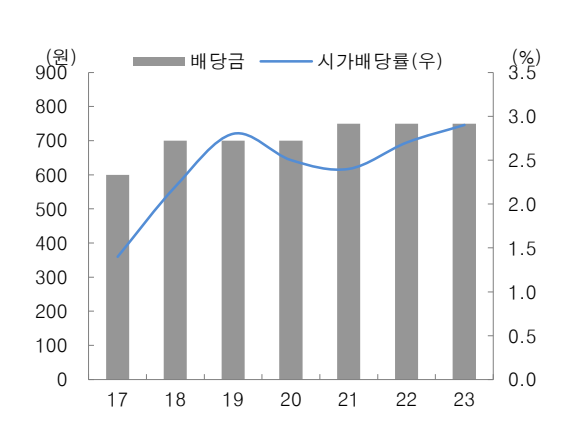


그림 2. 한화의 4Q23 연결기준 매출비중



자료: 한화, 대신증권 Research Center

그림 3. 한화 보통주 기준 연간 배당 추이



자료: 한화, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	52,836	62,278	53,135	55,820	57,439
매출원가	47,132	56,365	47,119	50,983	52,557
매출총이익	5,704	5,913	6,016	4,837	4,882
판매비와관리비	2,777	3,397	3,604	3,002	3,089
영업이익	2,928	2,516	2,412	1,836	1,793
영업외수익	55	40	45	33	31
EBITDA	4,172	3,873	3,723	3,162	3,133
영업외손익	289	-240	-165	-271	-398
관계기업손익	276	-76	-76	-76	-76
금융수익	53	120	120	120	120
외환평가이익	415	1,043	1,043	1,043	1,043
금융비용	-398	-547	-442	-437	-432
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	357	263	233	122	-10
법인세비용차감전순이익	3,216	2,276	2,247	1,564	1,395
법인세비용	-934	-33	-611	-426	-379
계속사업순이익	2,282	2,243	1,636	1,139	1,016
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,282	2,243	1,636	1,139	1,016
당기순이익률	4.3	3.6	3.1	2.0	1.8
비재계분순이익	1,309	931	1,255	874	779
재계분순이익	973	1,312	380	265	236
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-94	-526	-32	-32	-32
포괄손익	1,341	-3,020	1,317	820	697
비재계분포괄이익	848	-2,247	1,010	629	535
재계분포괄이익	493	-773	306	191	162

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	9,943	13,402	3,885	2,705	2,413
PER	32	1.9	6.6	10.9	12.2
BPS	56,123	53,401	55,024	55,330	55,385
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	42,612	39,559	38,022	32,295	31,998
EV/EBITDA	7.0	7.4	7.5	8.9	9.0
SPS	539,639	636,078	542,691	570,118	586,652
PSR	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
CFPS	50,589	50,064	60,848	53,987	52,342
DPS	750	750	750	750	750

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감	3.7	17.9	-14.7	5.1	2.9
영업이익 증/감	89.0	-14.1	-4.1	-23.9	-2.3
순이익 증/감	222.5	-1.7	-27.1	-30.4	-10.8
수익성					
ROIC	120	120	7.6	5.6	5.3
ROA	1.5	1.2	1.1	0.9	0.9
ROE	20.3	24.5	7.2	4.9	4.4
안정성					
부채비율	825.6	911.4	868.8	863.5	864.3
순차입금비율	46.1	51.5	42.8	43.3	43.7
이자보상비율	7.4	4.6	5.4	4.2	4.1

자료: 한화 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	17,635	22,353	18,612	18,767	18,811
현금및현금성자산	5,496	6,673	5,255	4,921	4,666
매출채권 및 기타채권	3,755	5,056	4,351	4,534	4,637
재고자산	5,167	6,558	5,845	6,140	6,318
기타유동자산	3,217	4,067	3,161	3,173	3,190
비유동자산	22,554	29,535	29,715	29,893	30,071
유형자산	11,325	15,852	16,098	16,314	16,502
관계기업투자금	3,767	3,968	3,985	4,009	4,040
기타비유동자산	7,463	9,715	9,632	9,570	9,529
자산총계	203,464	211,175	208,411	208,663	208,806
유동부채	16,469	21,095	16,622	15,644	14,692
매입채무 및 기타채무	4,978	5,445	4,816	4,821	4,780
차입금	3,665	4,877	4,577	4,277	3,977
유동상채무	2,658	3,429	650	650	650
기타유동부채	5,168	7,344	6,579	5,896	5,286
비유동부채	14,369	14,731	15,033	15,344	15,660
차입금	8,258	8,062	8,207	8,357	8,507
전환증권	0	5	5	5	5
기타비유동부채	6,111	6,664	6,820	6,982	7,148
부채총계	181,483	190,296	186,898	187,007	187,151
자본부분	5,495	5,229	5,387	5,423	5,423
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	468	978	978	978	978
이익잉여금	5,332	6,673	6,980	7,171	7,334
기타자본변동	-795	-2,913	-3,061	-3,216	-3,379
비재계분	16,486	15,650	16,126	16,233	16,232
자본총계	21,981	20,879	21,513	21,657	21,655
순차입금	10,141	10,754	9,207	9,372	9,465

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	7,228	1,873	2,877	1,125	1,156
당기순이익	0	0	1,636	1,139	1,016
비현금항목의 가감	2,671	2,658	4,322	4,147	4,109
감가상각비	1,244	1,357	1,311	1,326	1,339
외환손익	-1,381	-543	118	118	118
자본평가손익	-276	76	76	76	76
기타	3,084	1,768	2,817	2,626	2,575
자산부채의 증감	-1,560	-5,947	-2,044	-3,314	-3,173
기타현금흐름	6,117	5,162	-1,037	-847	-796
투자활동 현금흐름	-8,348	-3,791	-608	-622	-636
투자자산	-6,793	-2,985	-69	-81	-94
유형자산	-1,103	-1,428	-1,389	-1,389	-1,389
기타	-453	622	851	849	847
재무활동 현금흐름	2,484	4,234	-2,601	182	182
단기차입금	0	0	-300	-300	-300
사채	0	0	-5	0	0
장기차입금	1,587	3,907	150	150	150
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-65	-70	-74	-74	-74
기타	963	397	-2,373	406	406
현금의 증감	1,363	2,320	-4,329	-335	-255
기초 현금	5,533	6,896	9,584	5,255	4,921
기말 현금	6,896	9,216	5,255	4,921	4,666
NOPLAT	2,077	2,480	1,756	1,336	1,306
FCF	1,828	2,048	1,567	1,163	1,145

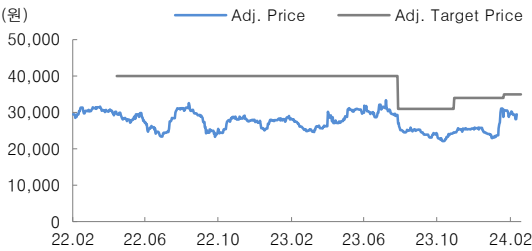
[Compliance Notice]

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	24.03.01	24.02.07	23.11.16	23.08.14	23.05.24	00.06.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Marketperform	Buy	6개월 경과
목표주가	35,000	35,000	34,000	31,000	40,000	40,000
과다율(평균%)		(15.80)	(25.31)	(21.83)	(23.89)	(28.89)
과다율(최대/최소%)		(12.71)	(8.53)	(15.32)	(16.50)	
제시일자	22.11.02	22.11.01	22.08.01	22.05.02		
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy		
목표주가	40,000	40,000	40,000	40,000		
과다율(평균%)	(31.90)	(31.55)	(31.54)	(33.06)		
과다율(최대/최소%)	(24.63)	(18.63)	(18.63)	(25.13)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240227)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	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