

한화 (000880/KS)

한화에너지의 공개매수 완료, 목표주가 상향

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 39,000 원(상향)

현재주가: 29,700 원

상승여력: 31.3%

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

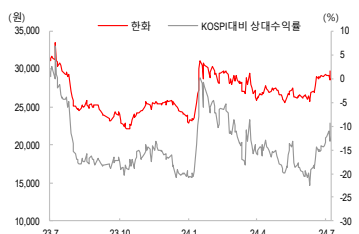
Company Data

발행주식수	7,496 만주
시가총액	2,226 십억원
주요주주	
김승연(외8)	43.56%
고려아연	7.25%

Stock Data

주가(24/07/24)	29,700 원
KOSPI	2,758.71pt
52주 최고가	33,400 원
52주 최저가	22,150 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



한화에너지, 공개매수로 한화 지분 5.2% 추가 확보

한화의 지분 9.7%(보통주 기준)를 보유하고 있던 한화에너지는 지난 7 월 5 일부터 7 월 24 일까지 공개매수를 통해 한화 지분 3,898,993 주(5.2%)를 추가로 확보하였다. 공시된 공개매수의 목적은 책임경영 강화이며, 주당 30,000 원(공개매수 전일 종가 대비 7.7% 할증)에 6 백만주를 공개매수 할 예정이었으나, 최종적으로는 예정된 지분 보다는 낮은 지분을 확보하게 되었다. 공개매수 이후 한화에너지의 한화 지분율은 14.9%로 상승하였다. 한화에너지는 김승연 회장의 삼형제가 지분 100%를 보유하고 있는 만큼 향후 승계 등의 지배구조 개편 과정에서 핵심 자회사로서 역할을 할 것으로 예상된다.

지분가치 증가 및 할인율 축소로 추가적인 주가 상승 가능

한화의 자회사 가치 중 가장 큰 비중을 차지하는 자회사는 한화에어로스페이스로 비중은 54.3%(7/24 종가 기준)이다. 한화에어로스페이스 주가는 연초 대비 140% 상승했고 전체 상장 자회사의 순자산가치(NAV)도 37% 증가했음에도 불구하고 한화 주가는 15% 상승에 그쳐 NAV 대비 할인율은 70.8%까지 확대되었다. 이는 역사적 최고 수준의 할인율로서 현금흐름 개선에 따른 배당확대, 재무구조 개선 등을 고려한다면 현 주가에서 할인율 축소에 따른 주가 상승 가능성도 충분하다고 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 39,000 원(상향)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 하반기 자회사 사업양도에 따른 현금유입(4,395 억원)으로 배당확대(23년 현금배당: 737 억원), 재무구조 개선(1Q24 별도기준 순차입금: 4.2 조원)이 예상되기 때문이다. 자산 생산시설 투자가 25년 1월말 종료됨에 따라 25년부터 CAPEX 안정화가 예상되는 점도 향후 한화의 현금흐름에 긍정적인 요인이다. 목표주가는 상장 자회사 주가 상승분을 고려(적용 NAV 대비 할인율은 50%로 기존과 동일)하여 기존 34,000 원에서 39,000 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	52,836	50,887	53,135	58,139	63,810	66,725
영업이익	십억원	2,928	2,370	2,412	1,729	2,916	3,087
순이익(지배주주)	십억원	973	1,174	380	650	2,502	3,041
EPS	원	9,943	11,995	3,886	6,634	25,558	31,062
PER	배	3.2	2.1	6.6	4.5	1.2	1.0
PBR	배	0.6	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	배	7.0	9.5	10.3	12.2	9.0	7.8
ROE	%	20.3	14.4	3.5	6.0	20.5	20.4

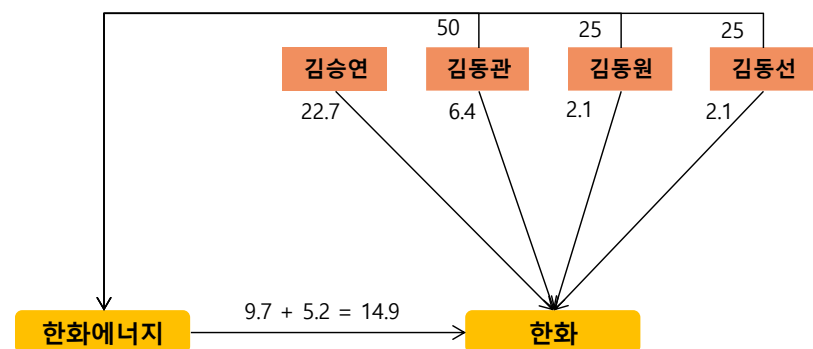
한화 목표주가 산정			(단위: 억원, 주, 원)
구분	내용	비고	
자회사 지분가치	47,246	50% 할인	
브랜드 가치	9,570	23년 브랜드 수수료에 10배 적용	
자체사업 가치	17,745	이익률 2.5%, 멀티플 10배 적용	
순차입금	41,795	1Q24 별도기준	
우선주 가치(차감)	3,681		
적정 시가총액	29,084		
발행주식수	74,958,735		
적정주가	38,800		
목표주가	39,000		
현재주가	29,700		
상승여력	31.3%		

자료: SK 증권

한화 자회사 지분가치						(단위: 억원)
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	
상장사	한화솔루션	43,145	36.2%	12,735	15,597	
	한화생명	25,926	43.2%	14,491	11,210	
	한화에어로스페이스	151,131	34.0%	8,252	51,309	
	한화갤러리아	2,251	36.2%	1,436	814	
	한화자사주	22,263	1.5%		336	
비상장사	한화호텔앤드리조트		48.9%	2,491	2,491	
	기타 자회사			12,735	12,735	
자회사 가치 합계				52,140	94,492	

자료: SK 증권

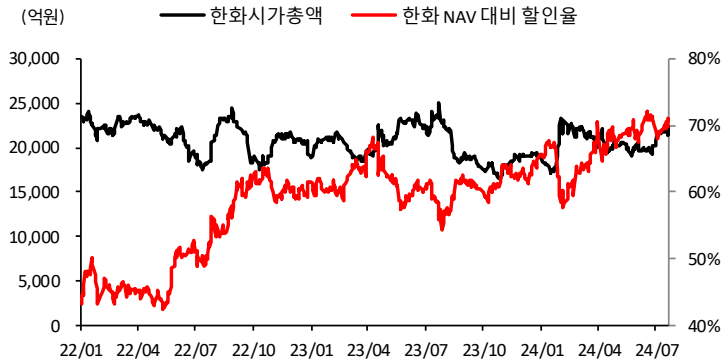
한화 지배구조 요약



자료: SK 증권

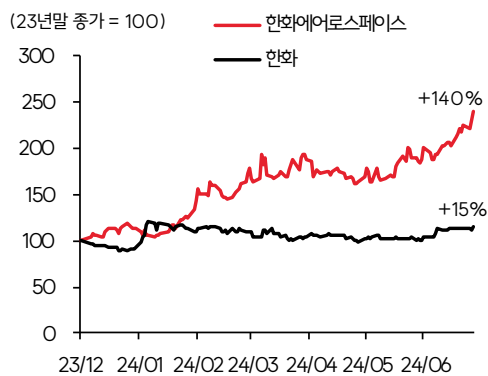
주: 보통주 기준

한화 NAV 대비 할인율 추이



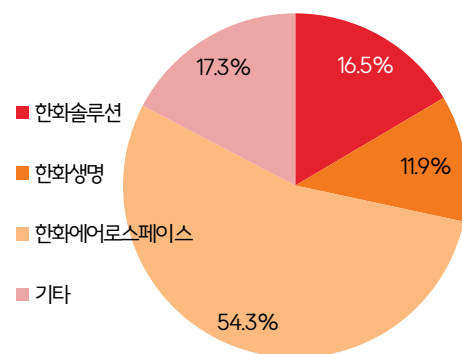
자료: SK 증권

한화와 한화에어로스페이스 24년 상대주가 추이



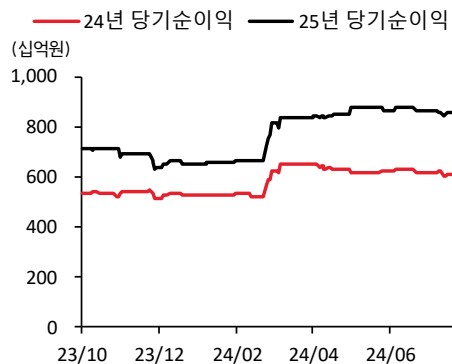
자료: SK 증권

한화 자회사 가치 구성비(7/24 종가기준)



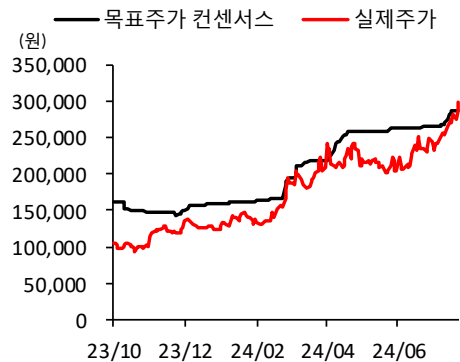
자료: SK 증권

한화에어로스페이스 순이익 컨센서스 추이



자료: SK 증권

한화에어로스페이스 목표주가 컨센서스 및 실제주가 추이



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	22,317	23,054	28,072	33,384	41,621
현금및현금성자산	6,673	4,909	7,939	11,695	19,169
매출채권 및 기타채권	5,056	5,438	7,299	7,887	8,176
재고자산	6,558	7,750	11,102	11,997	12,437
비유동자산	29,535	36,591	38,294	39,846	38,197
장기금융자산	1,616	1,663	1,655	1,655	1,655
유형자산	15,852	19,647	21,808	23,657	22,307
무형자산	4,101	4,239	4,077	3,779	3,482
자산총계	196,977	209,738	217,566	224,429	231,018
유동부채	21,095	26,075	31,235	31,931	32,272
단기금융부채	8,688	10,100	13,016	13,016	13,016
매입채무 및 기타채무	4,149	4,977	8,625	9,320	9,661
단기충당부채	282	336	330	330	330
비유동부채	14,501	16,727	17,850	17,850	17,850
장기금융부채	9,514	11,442	12,455	12,455	12,455
장기매입채무 및 기타채무	608	657	687	687	687
장기충당부채	336	393	409	409	409
부채총계	163,801	176,539	184,588	185,283	185,624
지배주주지분	10,813	10,791	11,005	13,419	16,372
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	1,338	1,355	1,355	1,355	1,355
기타자본구성요소	44	81	86	86	86
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	7,774	7,599	8,179	10,594	13,547
비지배주주지분	22,363	22,408	21,974	25,727	29,022
자본총계	33,176	33,199	32,978	39,146	45,394
부채와자본총계	196,977	209,738	217,566	224,429	231,018

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	2,406	3,793	-952	7,121	7,602
당기순이익(손실)	2,009	1,636	932	6,256	6,336
비현금성항목등	866	815	910	-1,527	-1,536
유형자산감가상각비	1,155	1,319	1,351	1,351	1,351
무형자산상각비	202	235	298	298	298
기타	-491	-739	-739	-3,176	-3,185
운전자본감소(증가)	-3,992	-2,381	-4,607	-788	-387
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,844	-304	-1,458	-588	-289
재고자산의감소(증가)	-670	-1,054	-3,383	-895	-439
매입채무및기타채무의증가(감소)	-474	64	1,934	695	341
기타	2,814	2,695	2,271	6,360	6,378
법인세납부	-710	-1,029	457	3,180	3,189
투자활동현금흐름	-3,613	-6,668	-4,990	-3,204	-4
금융자산의감소(증가)	-381	406	-1,115	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,434	-4,132	-3,446	-3,200	0
무형자산의감소(증가)	-251	-276	-136	0	0
기타	-1,546	-2,666	-293	-4	-4
재무활동현금흐름	3,192	1,799	3,540	-88	-88
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	2,645	3,923	3,846	0	0
자본의증가(감소)	870	17	1	0	0
배당금지급	-70	-74	0	-88	-88
기타	-253	-2,067	-307	0	0
현금의 증가(감소)	1,994	-1,067	-589	3,756	7,474
기초현금	7,602	9,596	8,529	7,939	11,695
기말현금	9,596	8,529	7,939	11,695	19,169
FCF	972	-339	-4,398	3,921	7,602

자료 : 한화, SK증권 추정

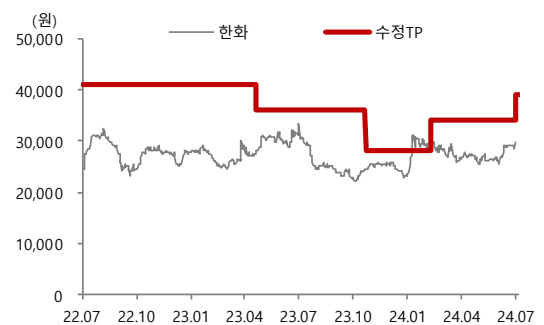
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	50,887	53,135	58,139	63,810	66,725
매출원가	45,087	46,735	51,038	55,755	58,313
매출총이익	5,800	6,400	7,101	8,055	8,412
매출총이익률(%)	114	120	122	126	126
판매비와 관리비	3,430	3,988	5,371	5,139	5,325
영업이익	2,370	2,412	1,729	2,916	3,087
영업이익률(%)	47	45	30	46	46
비영업손익	-236	-165	-1,188	160	60
순금융손익	-543	-897	0	0	0
외환관련손익	-118	43	0	0	0
관계기업등 투자손익	-76	49	-105	0	0
세전계속사업이익	2,134	2,247	541	3,076	3,147
세전계속사업이익률(%)	42	42	09	48	47
계속사업법인세	125	611	-391	-3,180	-3,189
계속사업이익	2,009	1,636	932	6,256	6,336
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,009	1,636	932	6,256	6,336
순이익률(%)	39	31	16	98	95
지배주주	1,174	380	650	2,502	3,041
지배주주귀속 순이익률(%)	23	07	11	39	46
비지배주주	835	1,255	283	3,754	3,295
총포괄이익	6,280	1,282	96	6,256	6,336
지배주주	3,378	-45	48	3,112	3,152
비지배주주	2,903	1,327	48	3,144	3,184
EBITDA	3,727	3,966	3,378	4,564	4,736

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	-3.7	4.4	9.4	9.8	4.6
영업이익	-19.1	1.8	-28.3	68.6	5.9
세전계속사업이익	-33.7	5.3	-75.9	468.5	2.3
EBITDA	-10.7	6.4	-14.8	35.1	3.7
EPS	20.6	-67.6	70.7	285.3	21.5
수익성 (%)					
ROA	1.0	0.8	0.4	2.8	2.8
ROE	14.4	3.5	6.0	20.5	20.4
EBITDA마진	7.3	7.5	5.8	7.2	7.1
안정성 (%)					
유동비율	105.8	88.4	89.9	104.6	129.0
부채비율	493.7	531.8	559.7	473.3	408.9
순차입금/자기자본	32.4	48.2	50.8	33.2	12.2
EBITDA/이자비용(배)	6.8	4.4	0.0	0.0	0.0
배당성향	6.3	19.4	13.6	3.5	3.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,995	3,886	6,634	25,558	31,062
BPS	110,510	110,284	112,464	137,121	167,281
CFPS	25,856	19,754	23,472	42,396	47,900
주당 현금배당금	750	750	900	900	950
Valuation지표 (배)					
PER	2.1	6.6	4.5	1.2	1.0
PBR	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
PCR	1.0	1.3	1.3	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.5	10.3	12.2	9.0	7.8
배당수익률	2.9	2.9	3.3	3.3	3.5

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%
2021.08.18	매수	41,000원	6개월	-28.90%	-10.73%



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 기관투자가 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 07월 25일 기준)

매수	96.93%	중립	3.07%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------