

한화 (000880)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 jin.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

40,000

상향

현재주가

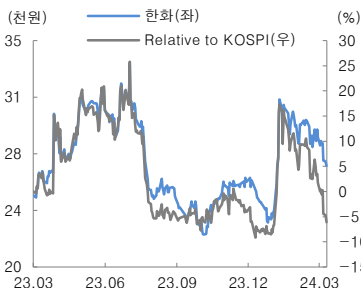
28,650

(24.04.03)

지주업종

KOSPI	2706.97
시가총액	2,345십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	375십억원
52주 최고/최저	33,400원 / 22,150원
120일 평균거래대금	91억원
외국인지분율	16.23%
주요주주	김승연 외 8 인 43.56% 국민연금공단 7.61%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.2	6.4	11.5	1.7
상대수익률	-12.8	3.2	-0.2	-8.5



사업구조 개편 추진

- 목표주가 4만원으로 상향하나 지분가치 증가를 반영한 것임
- 2024년 배당 및 로열티 증가로 배당 확대 가능성 높은 점은 긍정적
- 일반주주입장에서 사업구조조정의 긍정적 효과 단기간 기대하기 어려워

투자의견 매수, 목표주가 40,000원으로 14.3% 상향

목표주가 상향은 한화에어로스페이스의 주가 상승에 따른 동사의 지분가치 증가를 반영한 것이며, 사업구조개편에 따른 영향은 아님. 전일(4/3) 한화는 1)모멘텀 사업 물적분할, 2)해상풍력 및 플랜트사업 한화오션으로 양도, 3)태양광장비제조부문 한화솔루션으로 양도하는 사업구조 개편안을 발표함. 이번 사업구조개편으로 (주)한화는 건설과 글로벌에 집중하고 태양광과 해상풍력/플랜트는 각각 한화솔루션과 한화오션에서 수행할 예정. 자회사 사업군별 전문화 및 계열화를 추구함으로써 자회사 기업가치 증대→(주)한화의 지분가치 증대로 이어지는 긍정적 효과를 기대

한화 2024년 배당 및 로열티 수익 증가로 배당 확대 기대

2023년 동사의 배당 및 로열티 수익은 2,104억원이며, 이중 배당은 312억원, 로열티 수익은 1,792억원임. 2024년에는 한화에어로스페이스의 실적 개선과 한화오션으로부터의 로열티 수익 증가로 배당 및 로열티수익이 2,940억원으로 증가할 것으로 전망됨. 동사의 과거 5개년 재배당률이 30~50%수준이었던 점을 감안할 때 2024년에는 배당이 확대될 수 있을 것으로 예상

(주)한화의 일반주주 입장에서 22년~24년의 사업구조개편의 수혜 제한적

2022~23년 방산부문의 이전, 한화건설 합병 추진으로 자체사업 EBITDA증가와 성장사업으로의 투자 및 주주환원 확대에 따른 기업가치 증대를 기대함. 하지만, 실질적으로는 건설 실적 악화와 건설 외 별도부문의 외형 축소를 경험. 이번 구조개편도 (주)한화의 일반주주입장에서는 모멘텀과 태양광, 풍력/플랜트사업을 자회사에 양도함에 따라 자회사는 경쟁력이 강화될 수 있으나, 모회사의 사업영역은 축소됨을 경험해야 할 것으로 예상. 자회사의 사업 경쟁력 강화에 따른 기업가치 증대가 모회사의 지분가치 증대로 이어지는 것은 단기적 성과로 나타나기는 쉽지 않다고 판단함

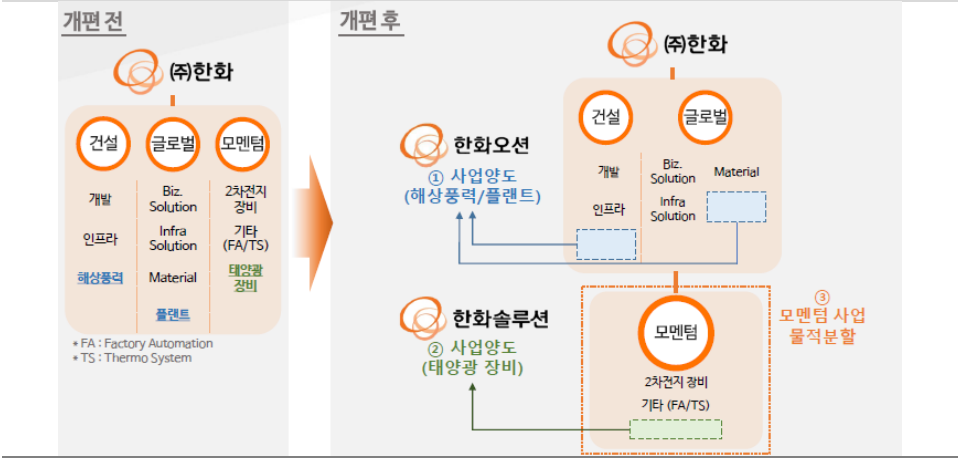
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	50,887	53,135	55,862	59,950	61,808
영업이익	2,370	2,412	1,953	2,464	2,541
세전순이익	2,134	2,247	2,077	2,596	2,670
총당기순이익	2,009	1,636	1,512	1,890	1,944
지배지분순이익	1,174	380	469	586	603
EPS	11,995	3,886	4,787	5,983	6,154
PER	2.1	6.6	5.9	4.7	4.6
BPS	110,440	110,214	115,335	121,743	128,421
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	14.4	3.5	4.2	5.0	4.9

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

그림 1. (주)한화 사업구조 개편



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	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA	380	4.5	1,709	23.5	
	로열티	DCF	155	WACC=7%, g=0%	2,214	30.4	
	소계——(1)				3,923	53.9	
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		Value	Weight	
	한화솔루션	36.3	4,770		1,732	23.8	
	에어로스페이스	34.0	12,202		4,143	56.9	
	한화생명보험	43.2	2,484		1,074	14.8	
	소계——(2)				6,949	95.5	
지분가치	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					7,402	101.7	
순차입금(별도)——(4)					4,046	-55.6	
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					7,278	100.0	
할인율——(6)					60%		
Target NPV——(7)=(5)*(1-(6))					2,911		
발행주식수——(8)					74,958,735		
자기주식——(9)					1,132,437		
유통주식수——(10)=(8)-(9)					73,826,298		
목표주가(11)=(7)/(9)					39,435		
현재가(04/02)					26,700		
Upside Potential					47.7%		

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	14,689	12,829	13,275	15,069	62,272	53,380	55,862
Change(% yoy)			10.4	-18.0	-29.1	-15.3	1.2	3.0	11.2	4.1	17.9	-14.3	4.6
매출원가			12,214	11,150	10,936	13,492	13,303	11,625	11,939	14,039	56,326	47,792	50,905
% of 매출액			84.2	89.6	91.6	93.2	90.6	90.6	89.9	93.2	90.5	89.5	91.1
Change(% yoy)			2.3	-17.0	-27.3	-15.3	8.9	4.3	9.2	4.1	19.5	-15.1	6.5
매출총이익			2,299	1,301	1,003	984	1,386	1,204	1,336	1,030	5,946	5,588	4,956
GPM			15.8	10.4	8.4	6.8	9.4	9.4	10.1	6.8	9.5	10.5	8.9
Change(% yoy)			90.9	-25.8	-43.9	-15.8	-39.7	-7.4	33.2	4.6	4.2	-6.0	-11.3
판매비			925	1,018	621	753	852	693	690	769	3,430	3,317	3,004
% 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	-20.8	-7.9	-31.9	11.2	2.1	23.5	-3.3	-9.4
영업이익			1,374	283	382	232	534	512	646	261	2,516	2,271	1,953
OPM			9.5	2.3	3.2	1.6	3.6	4.0	4.9	1.7	4.0	4.3	3.5
Change(% yoy)			195	-69	-58	6	-61	81	69	13	-14	-10	-14
I. 한화 및 주요 계열사 매출액													
비 금 용	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	2,797	3,174	3,418	3,750	13,131	13,289	13,138
	에어로스페이스 (연결)		2,038	1,908	1,982	3,439	2,159	2,592	2,640	3,661	7,486	9,366	11,052
	비금융합계		6,718	7,106	6,758	9,259	6,749	7,843	8,190	9,434	27,176	29,841	32,215
금 용	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	14,689	12,829	13,275	15,069	62,272	53,380	55,862
II. 한화 및 주요 계열사 영업이익													
비 금 용	한화(별도)	소계	49	41	68	14	50	71	96	83	195	172	300
		한화솔루션 (연결)	271	194	98	41	-81	37	181	222	924	605	359
	에어로스페이스 (연결)		224	81	104	292	179	217	232	333	445	702	960
	한화건설 (별도)		0	0	0	0	0	0	0	0	181	0	0
	비금융합계		545	316	271	346	148	325	508	638	1,745	1,478	1,619
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

기업개요

기업 및 경영진 현황

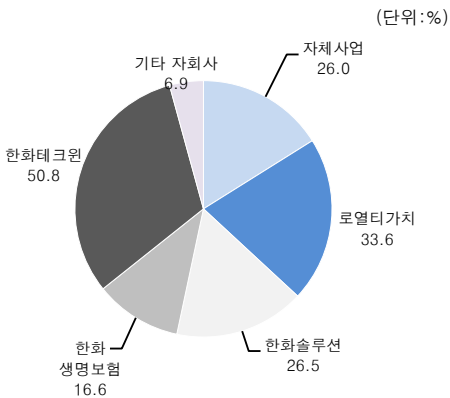
- 한화 그룹은 (주)한화, 한화케미칼(주), 한화테크윈(주), 한화투자증권(주) 등을 포함하여 국내 74개 계열회사와 해외 324개 계열회사가 소속
- 현재 당사의 최대 주주인 김승연은 자본 22.65%, 국민연금은행은 자본 7.61%를 보유함

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

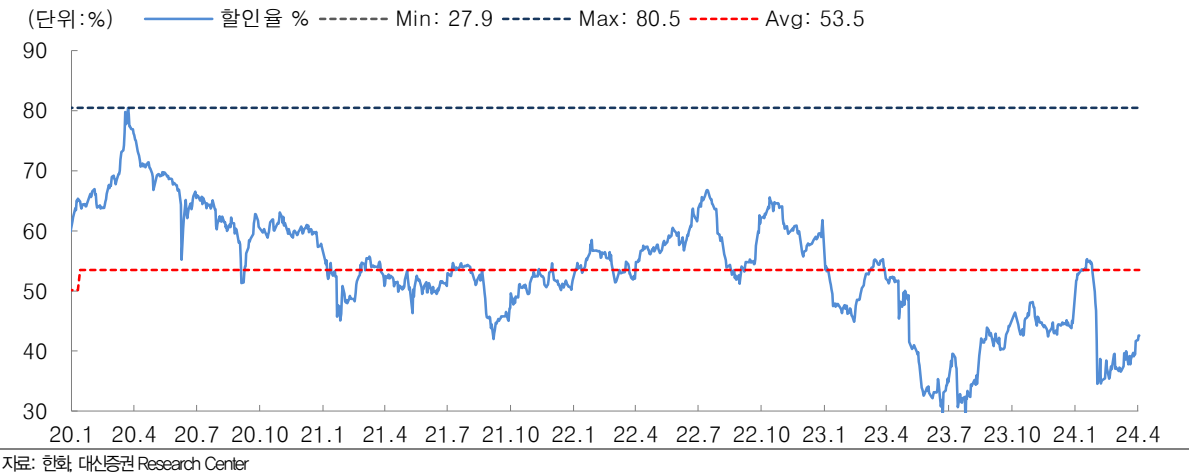
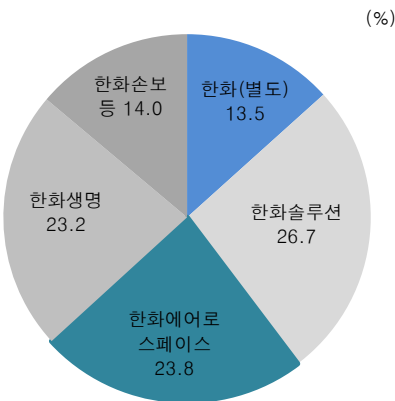
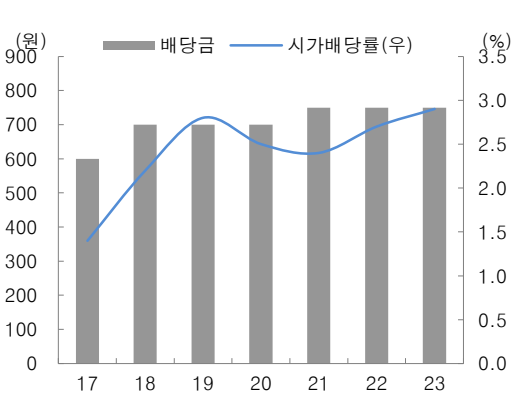


그림 3. 한화의 4Q23 연결기준 매출비중



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	55,862	59,950	61,808
매출원가	45,087	46,735	50,905	54,262	55,945
매출총이익	5,800	6,400	4,956	5,687	5,864
판매비와관리비	3,430	3,988	3,004	3,223	3,323
영업이익	2,370	2,412	1,953	2,464	2,541
영업외수익	47	45	35	41	41
EBITDA	3,727	3,966	3,370	3,940	4,068
영업외손익	-236	-165	124	131	129
관계기업손익	-76	49	54	54	54
금융수익	117	239	250	263	275
외환평가이익	1,043	802	802	802	802
금융비용	-547	-903	-575	-571	-578
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	271	449	394	386	377
법인세비용차감전순이익	2,134	2,247	2,077	2,536	2,670
법인세비용	-125	-611	-565	-706	-726
계속사업순이익	2,009	1,636	1,512	1,830	1,944
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,009	1,636	1,512	1,830	1,944
당기순이익률	3.9	3.1	2.7	3.2	3.1
비재계분순이익	835	1,255	1,043	1,304	1,341
재계분순이익	1,174	380	469	586	603
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	427	-35	23	25	27
포괄순이익	6,280	1,282	1,742	2,138	2,212
비재계분포괄이익	2,903	1,327	1,202	1,475	1,526
재계분포괄이익	3,378	-45	540	663	686

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	11,995	3,886	4,787	5,983	6,154
PER	2.1	6.6	5.9	4.7	4.6
BPS	110,440	110,214	115,335	121,743	128,421
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EBITDAPS	38,063	40,502	34,415	40,245	41,551
EV/EBITDA	9.5	10.3	11.6	10.0	9.4
SPS	519,730	542,690	570,543	612,296	631,277
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CFPS	29,368	25,027	38,088	43,961	45,310
DPS	750	750	750	750	750

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	-3.7	4.4	5.1	7.3	3.1
영업이익 증/감	-19.1	1.8	-19.0	26.2	3.1
순이익 증/감	-12.0	-18.6	-7.6	25.0	2.9
수익성					
ROIC	10.8	7.1	5.4	6.6	6.7
ROA	1.2	1.2	0.9	1.2	1.2
ROE	14.4	3.5	4.2	5.0	4.9
안정성					
부채비율	493.7	531.8	506.8	484.5	464.4
순차입금비율	32.4	48.2	38.6	33.0	25.6
이자보상비율	4.3	2.7	3.4	4.3	4.4

자료: 한화 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	22,317	23,054	23,411	26,080	29,209
현금및현금성자산	6,673	4,909	5,561	6,798	9,248
매출채권 및 기타채권	5,056	5,438	5,716	6,119	6,322
재고자산	6,558	7,750	8,147	8,744	9,015
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	210,823	214,356	218,320
유동부채	21,095	26,075	24,682	25,728	27,100
매입채무 및 기타채무	5,445	6,625	6,657	6,805	6,947
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	176,082	177,685	179,637
자본부분	10,813	10,791	11,292	11,920	12,574
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	1,338	1,355	1,355	1,355	1,355
이익잉여금	7,774	7,599	7,994	8,506	9,035
기타자본변동	1,212	1,348	1,454	1,569	1,694
비재계분	22,363	22,408	23,449	24,752	26,110
자본총계	33,176	33,199	34,741	36,672	38,683
순차입금	10,754	16,016	13,411	12,118	9,920

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	2,406	3,793	1,086	1,305	1,768
당기순이익	0	0	1,512	1,830	1,944
비현금항목의 가감	866	815	2,217	2,414	2,493
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	898	1,036	1,063
자산부채의 증감	-3,992	-2,381	-1,524	-1,742	-1,385
기타현금흐름	5,532	5,359	-1,119	-1,257	-1,284
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	-2,955	1,237	2,449
기초 현금	7,602	9,584	8,517	5,561	6,798
기말 현금	9,596	8,517	5,561	6,798	9,248
NOPLAT	2,231	1,756	1,422	1,794	1,850
FCF	1,796	-1,246	1,038	1,270	1,377

[Compliance Notice]

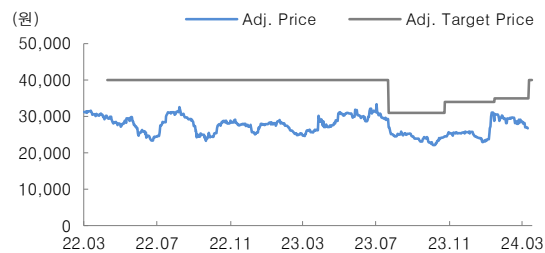
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.04.04	24.03.03	24.02.07	23.11.16	23.08.14	23.05.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Marketperform	Buy
목표주가	40,000	35,000	35,000	34,000	31,000	40,000
과다율(평균%)		(17.46)	(15.82)	(25.31)	(21.83)	(23.89)
과다율(최대/최소%)		(12.71)	(12.71)	(8.53)	(15.32)	(16.50)
제시일자	00.06.29	22.11.02	22.11.01	22.08.01	22.05.02	
투자의견	6개월 경과	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	
목표주가	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	
과다율(평균%)	(28.89)	(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:20240331)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	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