

한화 (000880)

실적과 지분가치가 반영될 시점

3Q24 Review: 한화에어로스페이스가 실적 견인

3Q24 연결 매출액은 12.2조원(+2.5% YoY), 영업이익은 5,254억원(+37.4% YoY, OPM 4.3%)을 기록했다. 한화솔루션의 적자전환에도 한화에어로스페이스 이익이 더 큰 폭으로 개선되며 영업이익이 큰 폭으로 증가했다. 3Q에도 한화에어로스페이스의 폴란드항 K9 및 천무 납품으로 수출비중이 58.8%까지 확대되며 연결 영업이익 고성장을 견인했다.

별도 매출액은 1.3조원(-32.1% YoY), 영업이익 589억원(-13.9% YoY, OPM 4.7%)을 기록했다. 모멘텀 분할 영향과 더불어 건설과 글로벌 부문의 이익이 감소했다. 건설 부문에서는 플랜트 사업 양도 영향도 있었으나 건설 부문에서의 대형 개발사업(영정도 인스파이어, 포레나 수원 장안 등) 준공과 공사가원가 상승으로 YoY 매출액과 영업이익이 감소했다. 글로벌 부문은 국내 석유화학 판매가 증가하고 화약 수요가 증가하며 매출은 YoY 증가했으나 상대적으로 수익성이 낮은 트레이딩 사업비중이 확대되고, 신규 소재 개발 비용이 반영되며 이익이 감소했다.

실적과 자회사 가치 반영 필요, 목표주가 4.3만원으로 상향

25년 연결 매출액은 58.6조원(+11.8% YoY), 영업이익 2.9조원(+70.0% YoY)으로 전망한다. 자회사 한화에어로스페이스의 해외 수출물량 확대와 한화솔루션의 흑자전환이 예상된다. 자체사업인 건설에서는 대형 개발사업인 서울역 북부 역세권 착공과 23년 이전의 수주 프로젝트 비중이 축소되며 이익이 개선될 것이다. 여수 질산공장(CAPA 40만) 가동에 따른 매출 확대도 예상된다. 25년 가동을 시작해 연말까지 가동률 80%대로 상승하며 매출액 1,000억원이 발생할 것으로 예상되며, 26년에는 매출액이 2,000억원까지 증가할 전망이다.

동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 31,000원에서 43,000원으로 상향한다. 목표주가는 한화모멘텀 분할에 따른 사업가치 변동, 한화에어로스페이스 지분가치 상승을 반영해 산정했다.



이승웅 통신/지주/방산/우주항공
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 43,000원 (U)

현재주가 (11/14) 28,950원

상승여력 49%

시가총액	25,321억원
총발행주식수	94,814,400주
60일 평균 거래대금	41억원
60일 평균 거래량	143,101주
52주 고/저	31,450원 / 22,950원
외인지분율	12.43%
배당수익률	2.91%
주요주주	김승연 외 8 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.9	(4.6)	18.9
상대	9.4	4.3	19.6
절대 (달러환산)	(2.7)	(7.6)	12.4

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q24	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	12,218	0.9	-6.0	13,283	-8.0
영업이익	525	3.5	-0.6	555	-5.3
세전계속사업이익	225	-17.5	흑전	344	-34.7
지배순이익	278	225.9	흑전	109	156.0
영업이익률 (%)	4.3	+0.1 %pt	+0.2 %pt	4.2	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	2.3	+1.6 %pt	흑전	0.8	+1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	50,887	53,135	52,404	58,590
영업이익	2,370	2,412	1,733	2,947
지배순이익	1,174	380	297	702
PER	1.8	5.6	7.7	3.2
PBR	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.6	10.3	12.5	9.0
ROE	14.4	3.5	2.7	6.2

자료: 유안타증권

한화 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	24E	25E
매출액	14,247	12,492	11,920	14,476	12,435	12,993	12,218	14,758	52,404	58,590
한화 별도	1,580	1,805	1,850	1,951	1,652	1,556	1,257	1,354	5,820	5,644
글로벌	126	137	145	309	120	202	123	316	1,378	1,405
건설	367	299	313	359	386	340	383	370	3,698	3,809
기타	1,031	1,343	1,354	1,203	958	968	809	902	382	390
주요 연결자회사	57	26	39	80	188	47	65	82	44,265	47,446
한화생명	12,575	10,354	9,743	12,686	10,755	11,480	10,127	11,904	22,509	23,635
한화에어로스페이스	7,437	5,082	4,857	5,407	6,528	6,015	4,722	5,245	11,094	11,562
한화솔루션	2,038	1,908	1,982	3,432	1,848	2,786	2,631	3,828	10,662	12,248
영업이익	1,333	465	382	232	236	529	525	444	1,733	2,947
한화 별도	49	41	68	13	184	-22	59	45	265	336
주요 연결자회사	1,250	565	239	303	224	631	524	443	1,822	2,687
한화에어로스페이스	222	81	115	276	37	359	477	390	1,264	1,515
한화솔루션	271	194	89	51	-214	-108	-81	-8	-411	328
OPM %										
연결 영업이익률	9.4	3.7	3.2	1.6	1.9	4.1	4.3	3.0	3.3	5.0
한화 별도	3.1	2.3	3.7	0.7	11.1	-1.4	4.7	3.3	4.6	6.0
주요 연결자회사	9.9	5.5	2.4	2.4	2.1	5.5	5.2	3.7	4.1	5.7

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

한화 목표주가 산정

(단위: 십억원)

	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
A. 사업 가치			1,681	
글로벌, 건설			1,681	25년 예상 영업이익에 5x 적용
B. 자회사 가치			5,953	B=a+b
a. 상장 자회사 가치			4,428	a=@*48.8%(일반주주 지분율 51.2% 제외)
① 상장 자회사 총 지분가치			9,082	전일 종가 기준
한화생명	2,276	43.2%	984	
한화에어로스페이스	18,666	34.0%	6,337	
한화솔루션	2,879	36.3%	1,045	
한화갤러리아	222	36.3%	81	
한화인더스트리얼솔루션즈	1,871	34.0%	635	
b. 비상장 자회사 가치			1,525	장부가
C. 순차입금			4,428	2Q24말 별도 기준
D. 적정 기업가치			3,206	D=A+B-C
E. NAV			7,860	E=A+(a+B)-C
F. 발행주식수(백만주)			75.0	
G. 적정주가(원)			42,776	G=D/F
목표주가(원)			43,000	

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

한화 (000880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	50,887	53,135	52,404	58,590	60,928
매출원가	45,087	46,735	46,423	51,783	53,804
매출총이익	5,800	6,400	5,981	6,807	7,124
판매비	3,430	3,988	4,247	3,860	3,666
영업이익	2,370	2,412	1,733	2,947	3,457
EBITDA	3,727	3,966	3,245	4,423	4,914
영업외손익	-236	-165	-780	-669	-548
외환관련손익	-118	43	-359	-359	-359
이자손익	-543	-897	-951	-811	-670
관계기업관련손익	-76	49	49	49	49
기타	501	639	481	451	432
법인세비용차감전순이익	2,134	2,247	954	2,279	2,909
법인세비용	125	611	238	570	727
계속사업순이익	2,009	1,636	715	1,709	2,182
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,009	1,636	715	1,709	2,182
지배지분순이익	1,174	380	297	702	769
포괄순이익	6,280	1,282	715	1,709	2,182
지배지분포괄이익	3,378	-45	-25	-60	-77

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	2,406	3,793	3,982	4,860	5,242
당기순이익	2,009	1,636	715	1,709	2,182
감가상각비	1,155	1,319	1,302	1,288	1,290
외환손익	-553	-453	359	359	359
중속, 관계기업관련손익	76	-49	-49	-49	-49
자산부채의 증감	-3,992	-2,381	1,045	1,044	1,043
기타현금흐름	3,712	3,722	610	509	418
투자활동 현금흐름	-3,613	-6,668	-1,158	-1,205	-1,277
투자자산	-2,790	-2,661	-61	-109	-84
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,541	-4,280	-1,200	-1,200	-1,300
유형자산 감소	106	148	0	0	0
기타현금흐름	612	125	103	104	106
재무활동 현금흐름	3,192	1,799	-1,436	-1,294	-1,256
단기차입금	1,127	1,098	-6	50	19
사채 및 장기차입금	855	2,241	0	0	0
자본	870	17	0	0	0
현금배당	-70	-74	-74	-65	-65
기타현금흐름	410	-1,484	-1,356	-1,279	-1,209
연결범위변동 등 기타	8	9	-4,053	-523	-378
현금의 증감	1,994	-1,067	-2,665	1,838	2,331
기초 현금	7,602	9,596	8,529	5,864	7,702
기말 현금	9,596	8,529	5,864	7,702	10,033
NOPLAT	2,370	2,412	1,733	2,947	3,457
FCF	866	-487	2,782	3,660	3,942

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

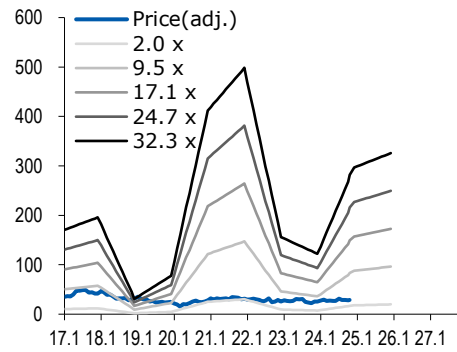
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	22,317	23,054	24,067	26,141	28,673
현금및현금성자산	6,673	4,909	5,864	7,702	10,033
매출채권 및 기타채권	5,056	5,438	5,370	5,477	5,548
재고자산	6,558	7,750	7,827	7,905	7,984
비유동자산	29,535	36,591	36,341	36,174	36,101
유형자산	15,852	19,647	19,545	19,457	19,467
관계기업 등 지분관련 자산	3,968	6,635	6,701	6,768	6,836
기타투자자산	1,616	1,663	1,658	1,700	1,716
자산총계	196,977	209,738	210,501	212,408	214,867
유동부채	21,095	26,075	26,228	26,440	26,621
매입채무 및 기타채무	5,445	6,625	6,691	6,758	6,826
단기차입금	4,877	5,929	5,929	5,929	5,929
유동성장기부채	3,429	3,742	3,742	3,742	3,742
비유동부채	14,501	16,727	16,694	16,747	16,907
장기차입금	4,229	5,739	5,739	5,739	5,739
사채	3,838	4,077	4,077	4,077	4,077
부채총계	163,801	176,539	176,661	176,925	177,266
지배지분	10,813	10,791	11,014	11,650	12,354
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	1,338	1,355	1,355	1,355	1,355
이익잉여금	7,774	7,599	7,822	8,458	9,163
비지배지분	22,363	22,408	22,826	23,834	25,246
자본총계	33,176	33,199	33,840	35,484	37,601
순차입금	10,754	16,016	15,050	13,255	10,937
총차입금	18,203	21,542	21,536	21,586	21,605

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	15,423	4,831	3,780	9,185	10,088
BPS	111,732	111,503	128,239	135,649	143,848
EBITDAPS	38,063	40,502	33,226	46,646	51,831
SPS	519,730	542,690	536,524	617,944	642,603
DPS	750	750	750	750	750
PER	1.8	5.6	7.7	3.2	2.9
PBR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.6	10.3	12.5	9.0	7.9
PSR	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	-3.7	4.4	-1.4	11.8	4.0
영업이익 증가율 (%)	-19.1	1.8	-28.1	70.0	17.3
지배순이익 증가율 (%)	20.6	-67.6	-22.1	136.6	9.6
매출총이익률 (%)	11.4	12.0	11.4	11.6	11.7
영업이익률 (%)	4.7	4.5	3.3	5.0	5.7
지배순이익률 (%)	2.3	0.7	0.6	1.2	1.3
EBITDA 마진 (%)	7.3	7.5	6.2	7.5	8.1
ROIC	11.3	7.3	5.1	8.9	10.7
ROA	0.6	0.2	0.1	0.3	0.4
ROE	14.4	3.5	2.7	6.2	6.4
부채비율 (%)	493.7	531.8	522.0	498.6	471.4
순차입금/자기자본 (%)	99.5	148.4	136.6	113.8	88.5
영업이익/금융비용 (배)	4.3	2.7	1.8	3.4	4.6

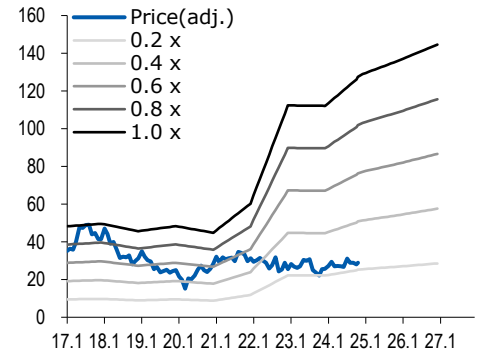
P/E band chart

(천원)



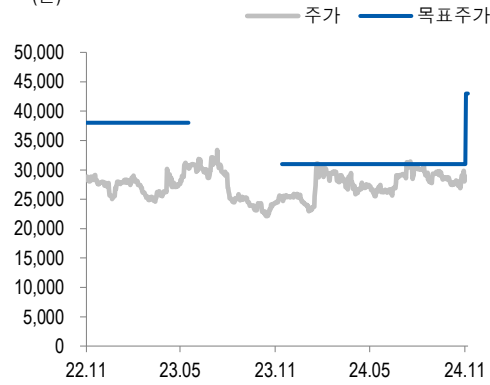
P/B band chart

(천원)



한화 (000880) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-15	BUY	43,000	1년		
2023-11-27	BUY	31,000	1년	-10.71	1.45
2022-11-01	BUY	38,000	1년	-27.84	-17.89

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.