

# 한화 (000880)

## 사업구조 개편 마무리, 자체사업에 주목

### 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 사업가치 2.7조원, 상장 자회사 가치 2.3조원, 비상장 자회사 가치 1.4조원과 순차입금 4.1조원을 가감하여 산출했다. 순차입금 증가로 인한 부담 확대는 불가피한 상황이다. 2024년에는 부진했던 금융, 비금융 연결자회사의 실적이 회복되고 자체사업의 실적 성장세가 지속될 전망이다. 2022년부터 진행된 사업구조 개편이 마무리된 것으로 판단하며 실적 개선과 지배구조 불확실성 해소가 기업 가치에 반영되며 주가 우상향 흐름이 예상된다.

### 2024년 자체사업 내 글로벌과 건설부문에 주목

2024년 연결 매출액은 54.9조원(+2.1% YoY), 영업이익은 3.2조원(+19.0%)으로 전망한다. 영업이익 호조는 연결 자회사의 실적 개선과 자체사업의 영업이익률 개선에 기인한다. 한화솔루션은 태양광 모듈 판매량 증가와 스프레드 개선, 발전사업의 개발, 매각사업이 성장하며 매출 성장과 수익성이 개선될 것으로 예상된다. 한화에어로스페이스는 방산부문의 높은 수주잔고를 중심으로 성장세를 이어갈 것이다. 자체사업에서는 글로벌과 건설 부문에 주목한다. 2024년 글로벌 부문의 질산 CAPA가 대폭 증가하며 성장에 기여할 것이다. 기존 12만톤이었던 질산 CAPA는 24년 40만톤 규모의 증설이 완료될 예정이다. 질산은 폴리우레탄, 비료, 화약류의 원료이며 반도체, 디스플레이 증착 및 세정용 소재로 활용된다. 2024년 전방산업의 업황 회복에 맞춰 CAPA 확대로 외형 성장과 원가 경쟁력 강화가 예상된다. 건설부문은 대형 복합개발사업이 본격화될 전망이다. 2024년 서울역 북부역세권(총사업비 2.7조원, 도금액 약 1조원)과 대전역세권(총사업비 1.1조원, 도금액 약 0.4조원)의 착공이 예정되어 있다. 해상풍력 프로젝트는 신안우이 발전사업(총사업비 2.6조원)의 환경영향평가가 지난 8월 완료됐으며, 1Q24 주요 인허가가 완료되면 3Q24에 착공이 가능할 전망이다.



이승웅 통신/지주  
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 31,000원 (I)

현재주가 (11/24) 25,400원

상승여력 22%

시가총액 19,040억원

총발행주식수 97,910,029주

60일 평균 거래대금 59억원

60일 평균 거래량 240,861주

52주 고/저 33,400원 / 22,150원

외인지분율 13.46%

배당수익률 2.92%

주요주주 김승연 외 8인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 12.9 2.6 (11.5)

상대 7.8 4.3 (13.5)

절대 (달러환산) 16.1 3.9 (10.0)

### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	15,102	-11.7	24.7	16,987	-11.1
영업이익	474	121.8	-6.6	548	-13.5
세전계속사업이익	252	73.3	-7.4	871	-71.1
지배순이익	234	209.9	174.2	531	-55.9
영업이익률 (%)	3.1	+1.9 %pt	-1.1 %pt	3.2	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	1.5	+1.1 %pt	+0.8 %pt	3.1	-1.6 %pt

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	52,836	62,278	53,761	54,868
영업이익	2,928	2,516	2,654	3,159
지배순이익	973	1,312	733	972
PER	2.5	1.6	2.7	2.0
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.0	7.5	7.3	6.7
ROE	20.3	24.5	10.4	10.5

자료: 유안타증권

## 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 사업가치 2.7조원, 상장 자회사 가치 2.3조원, 비상장 자회사 가치 1.4조원과 순차입금 4.1조원을 가감하여 산출했다. 순차입금 증가로 인한 부담 확대는 불가피한 상황이다. 2024년에는 부진했던 금융, 비금융 연결자회사의 실적이 회복되고 자체사업의 실적 성장세가 지속될 전망이다. 2022년부터 진행된 사업구조 개편이 마무리된 것으로 판단하며 실적 개선과 지배구조 불확실성 해소가 기업 가치에 반영되며 주가 우상향 흐름이 예상된다.

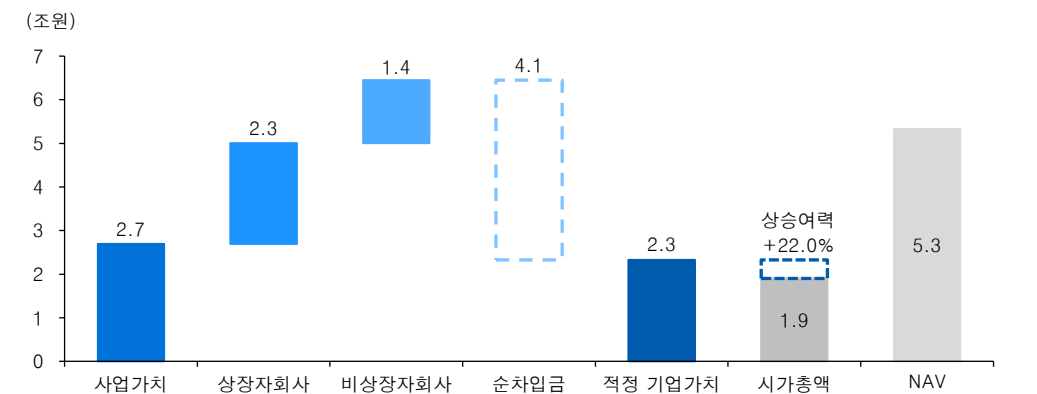
[표 1] 한화 목표주가 산정

(단위: 십억원)

	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
<b>A. 사업 가치</b>			<b>2,694</b>	
모멘텀, 글로벌, 건설			2,694	24년 예상 EBITDA에 7x 적용
<b>B. 자회사 가치</b>			<b>3,757</b>	$B=a+b$
<b>a. 상장 자회사 가치</b>			<b>2,313</b>	$a=@*43.6\%$ (지배주주 지분율)
④ 상장 자회사 총 지분가치			5,311	전일 종가 기준
한화생명	2,449	43.2%	1,059	
한화에어로스페이스	6,081	34.0%	2,064	
한화솔루션	5,810	36.3%	2,110	
한화갤러리아	214	36.3%	78	
<b>b. 비상장 자회사 가치</b>			<b>1,444</b>	장부가
<b>C. 순차입금</b>			<b>4,120</b>	3Q23말 별도 기준
<b>D. 적정 기업가치</b>			<b>2,331</b>	$D=A+B-C$
<b>E. NAV</b>			<b>5,328</b>	$E=A+(@+B)-C$
<b>F. 발행주식수(백만주)</b>			<b>75.0</b>	
<b>G. 적정주가(원)</b>			<b>31,096</b>	$G=D/F$
<b>목표주가(원)</b>			<b>31,000</b>	상승여력+22.0%
현재주가(원)			25,400	

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한화 적정 기업가치 구성 및 시가총액, NAV



자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

## 2024년 자체사업 내 글로벌과 건설부문에 주목

2024년 연결 매출액은 54.9조원(+2.1% YoY), 영업이익은 3.2조원(+19.0%)으로 전망한다. 영업이익 호조는 연결 자회사의 실적 개선과 자체사업의 영업이익률 개선에 기인한다. 한화솔루션은 태양광 모듈 판매량 증가와 스프레드 개선, 발전사업의 개발, 매각사업이 성장하며 매출 성장과 수익성이 개선될 것으로 예상된다. 한화에어로스페이스는 방산부문의 높은 수주잔고를 중심으로 성장세를 이어갈 것이다. 자체사업에서는 글로벌과 건설 부문에 주목한다. 2024년 글로벌 부문의 질산 CAPA가 대폭 증가하며 성장에 기여할 것이다. 기존 12만톤이었던 질산 CAPA는 24년 40만톤 규모의 증설이 완료될 예정이다. 질산은 폴리우레탄, 비료, 화약류의 원료이며 반도체, 디스플레이 증착 및 세정용 소재로 활용된다. 2024년 전방산업의 업황 회복에 맞춰 CAPA 확대에 외형 성장과 원가 경쟁력 강화가 예상된다. 건설부문은 대형 복합개발사업이 본격화될 전망이다. 2024년 서울역 북부역세권(총사업비 2.7조원, 도급액 약 1조원)과 대전역세권(총사업비 1.1조원, 도급액 약 0.4조원)의 착공이 예정되어 있다. 해상풍력 프로젝트는 신안우이 발전사업(총사업비 2.6조원)의 환경영향평가가 지난 8월 완료됐으며, 1Q24 주요 인허가가 완료되면 3Q24에 착공이 가능할 전망이다.

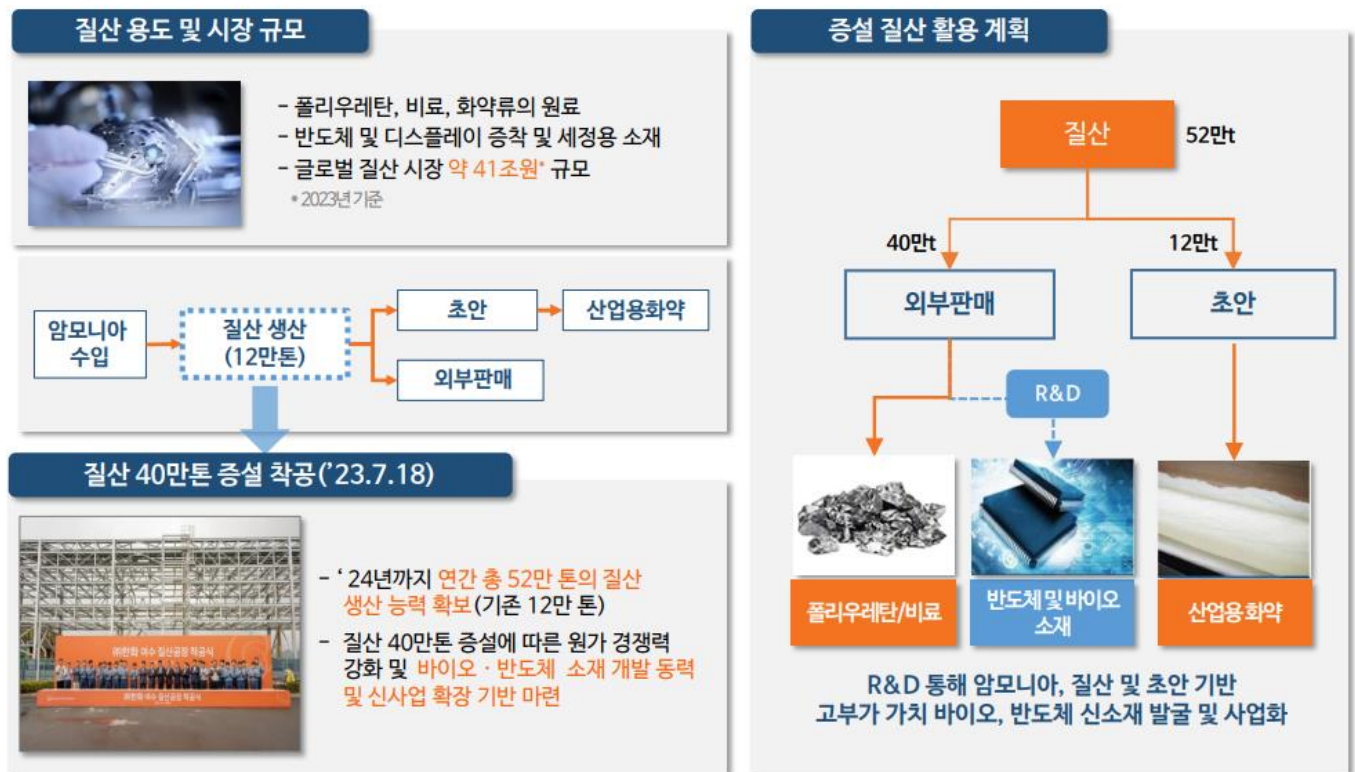
[표 2] 한화 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>10,850</b>	<b>15,190</b>	<b>16,841</b>	<b>19,397</b>	<b>14,402</b>	<b>12,147</b>	<b>11,939</b>	<b>15,272</b>	<b>62,278</b>	<b>53,761</b>	<b>54,868</b>
한화 별도	759	799	768	1,554	1,580	1,805	1,850	1,827	3,880	7,062	7,375
모멘텀	386	408	414	412	126	137	145	186	1,620	594	624
글로벌	372	391	354	307	367	299	313	316	1,424	1,295	1,334
건설				835	1,031	1,343	1,354	1,286		5,013	5,264
기타					57	26	39	39		758	781
주요 연결자회사	8,197	9,604	11,114	12,573	9,570	7,788	7,847	9,856	41,487	35,425	35,964
한화생명	4,060	4,757	6,236	6,126	4,432	2,488	2,940	3,063	21,180	12,922	11,630
한화에어로스페이스	1,167	1,457	1,512	2,518	2,038	1,908	1,982	2,841	6,654	8,768	9,987
한화솔루션	2,970	3,389	3,366	3,929	3,100	3,393	2,926	3,952	13,654	13,735	14,347
<b>영업이익</b>	<b>1,052</b>	<b>1,340</b>	<b>921</b>	<b>214</b>	<b>1,374</b>	<b>299</b>	<b>382</b>	<b>599</b>	<b>3,527</b>	<b>2,654</b>	<b>3,159</b>
한화 별도	28	18	57	92	49	41	68	67	195	226	355
주요 연결자회사	136	415	489	492	543	313	197	438	1,532	1,693	1,806
<b>YoY %</b>											
<b>매출액</b>	<b>-15.5</b>	<b>19.8</b>	<b>25.5</b>	<b>39.5</b>	<b>32.7</b>	<b>-20.0</b>	<b>-29.1</b>	<b>-21.3</b>	<b>17.9</b>	<b>-13.7</b>	<b>2.1</b>
한화 별도	6.8	-32.6	-6.9	28.0	108.2	125.8	141.0	17.6	-1.4	82.0	4.4
주요 연결자회사	2.2	20.1	24.8	41.2	16.7	-18.9	-29.4	-21.6	22.7	-14.6	1.5
<b>영업이익</b>	<b>24.0</b>	<b>74.2</b>	<b>60.7</b>	<b>-71.0</b>	<b>30.6</b>	<b>-77.7</b>	<b>-58.5</b>	<b>180.5</b>	<b>20.5</b>	<b>-24.7</b>	<b>19.0</b>
한화 별도	595.6	-79.8	-19.0	37.6	72.1	129.0	20.7	-26.5	-15.1	16.0	57.3
주요 연결자회사	-74.0	1.2	66.3	210.8	300.4	-24.7	-59.8	-11.1	10.7	10.5	6.7
<b>OPM %</b>											
<b>연결 영업이익률</b>	<b>9.7</b>	<b>8.8</b>	<b>5.5</b>	<b>1.1</b>	<b>9.5</b>	<b>2.5</b>	<b>3.2</b>	<b>3.9</b>	<b>5.7</b>	<b>4.9</b>	<b>5.8</b>
한화 별도	3.7	2.2	7.4	5.9	3.1	2.3	3.7	3.7	5.0	3.2	4.8
주요 연결자회사	1.7	4.3	4.4	3.9	5.7	4.0	2.5	4.4	3.7	4.8	5.0

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한화 글로벌부문 질산 증설 및 활용 계획



자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 한화 건설부문 대형 복합개발사업 현황

(단위: 억원)

구분	서울역 북부역세권	대전역세권	잠실 MICE	수서역 환승센터
조감도				
발주처	코레일	코레일	서울시	국가철도공단
지분율	29%(그룹기준 100%)	50%	15%(그룹기준 39%)	46%
규모	연면적 약 10만평	연면적 약 11만평	연면적 약 30만평	연면적 약 15만평
시설	오피스텔 / 업무 / 숙박 / 판매 등	APT / 판매 / 업무 / 숙박 등	전시 · 컨벤션 / 야구장(돔) / 스포츠	백화점 / OT / 업무 / 숙박 등
총사업비(도급액)	2.7조원(약 1조원)	1.1조원(약 0.4조원)	2.2조원(약 0.8조원)	1.6조원(약 1.1조원)
착공 예상시점	2024년	2024년	2025년	2025년

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

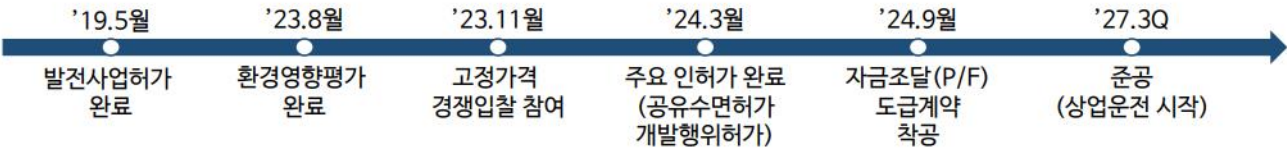
[그림 3] 한화 건설부문 신안우이 해상풍력 발전사업 개요

사업개요

위치	전남 신안군 도초면 우이도 인근
사업규모	390MW (15MW x 26기)
총사업비	2.6조원
사업기간	건설기간 3년 운영기간 20년
컨소시엄	한화(37.0%), 남동발전(37.0%), SK D&D(26.0%)



추진일정



자료: 한화, 유안타증권 리서치센터



## 한화 (000880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	52,836	62,278	53,761	54,868	57,187
매출원가	47,132	56,365	48,681	49,429	51,686
매출총이익	5,704	5,913	5,080	5,439	5,501
판매비	2,777	3,397	2,425	2,280	2,080
영업이익	2,928	2,516	2,654	3,159	3,421
EBITDA	4,172	3,873	4,183	4,514	4,762
영업외손익	289	-240	-254	-311	-306
외환관련손익	-99	-118	-118	-118	-118
이자손익	-387	-543	-648	-723	-726
관계기업관련손익	276	-76	76	76	76
기타	498	497	437	454	463
법인세비용차감전순이익	3,216	2,276	2,401	2,848	3,115
법인세비용	934	33	696	826	903
계속사업순이익	2,282	2,243	1,704	2,022	2,212
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,282	2,243	1,704	2,022	2,212
지배지분순이익	973	1,312	733	972	1,102
포괄순이익	1,341	-3,020	4,741	1,859	2,048
지배지분포괄이익	493	-773	1,213	476	524

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	7,228	1,873	766	2,539	2,790
당기순이익	2,282	2,243	1,704	2,022	2,212
감가상각비	1,065	1,155	1,316	1,163	1,168
외환손익	-1,381	-543	118	118	118
중속, 관계기업관련손익	-276	76	-76	-76	-76
자산부채의 증감	-1,560	-5,947	-4,676	-3,094	-3,022
기타현금흐름	7,099	4,889	2,379	2,405	2,389
투자활동 현금흐름	-8,348	-3,791	-4,313	-592	-765
투자자산	-6,793	-2,985	-2,583	-144	-302
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,216	-1,538	-3,300	-1,200	-1,200
유형자산 감소	114	111	1,000	0	0
기타현금흐름	-453	622	571	752	737
재무활동 현금흐름	2,484	4,234	6,493	1,813	1,867
단기차입금	-413	1,127	1,948	45	99
사채 및 장기차입금	1,256	855	2,800	70	72
자본	-55	510	0	0	0
현금배당	-65	-70	-74	-74	-74
기타현금흐름	1,761	1,811	1,819	1,772	1,769
연결범위변동 등 기타	-1	4	-1,375	-2,365	-2,227
현금의 증감	1,363	2,320	1,571	1,395	1,664
기초 현금	5,533	6,896	9,216	10,787	12,182
기말 현금	6,896	9,216	10,787	12,182	13,846
NOPLAT	2,928	2,516	2,654	3,159	3,421
FCF	6,012	335	-2,534	1,339	1,590

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

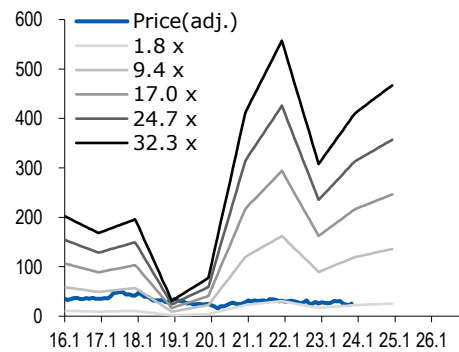
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	17,635	22,353	28,960	30,657	32,743
현금및현금성자산	5,496	6,673	10,787	12,182	13,846
매출채권 및 기타채권	3,755	5,056	5,158	5,237	5,323
재고자산	5,167	6,558	8,066	8,187	8,310
비유동자산	22,554	29,535	34,190	34,180	34,341
유형자산	11,325	15,852	17,836	17,872	17,904
관계기업 등 지분관련자산	3,767	3,968	6,546	6,681	6,964
기타투자자산	775	1,616	1,620	1,629	1,648
자산총계	203,464	211,175	222,437	224,124	226,371
유동부채	16,469	21,095	24,837	24,560	24,649
매입채무 및 기타채무	4,978	5,445	5,500	5,613	5,850
단기차입금	3,665	4,877	6,877	6,915	7,000
유동성장기부채	2,658	3,429	3,429	3,429	3,429
비유동부채	14,369	14,731	17,583	17,762	17,946
장기차입금	4,348	4,229	6,229	6,267	6,300
사채	3,909	3,838	4,638	4,670	4,709
부채총계	181,483	190,296	196,891	196,793	197,065
지배지분	5,495	5,229	8,924	9,658	10,524
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	468	978	978	978	978
이익잉여금	5,332	6,673	7,332	8,230	9,259
비지배지분	16,486	15,650	16,622	17,673	18,782
자본총계	21,981	20,879	25,546	27,331	29,306
순차입금	10,141	10,754	11,493	10,199	8,677
총차입금	16,221	18,203	22,950	23,065	23,236

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	12,742	17,260	9,529	12,716	14,461
BPS	59,964	54,026	92,211	99,800	108,739
EBITDAPS	42,612	39,559	42,718	46,103	48,634
SPS	539,639	636,078	549,083	560,391	584,077
DPS	750	750	750	750	750
PER	2.5	1.6	2.7	2.0	1.8
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	7.0	7.5	7.3	6.7	6.2
PSR	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	3.7	17.9	-13.7	2.1	4.2
영업이익 증가율 (%)	89.0	-14.1	5.5	19.0	8.3
지배순이익 증가율 (%)	395.0	34.8	-44.2	32.6	13.5
매출총이익률 (%)	10.8	9.5	9.4	9.9	9.6
영업이익률 (%)	5.5	4.0	4.9	5.8	6.0
지배순이익률 (%)	1.8	2.1	1.4	1.8	1.9
EBITDA 마진 (%)	7.9	6.2	7.8	8.2	8.3
ROIC	12.7	12.6	8.0	8.9	9.6
ROA	0.5	0.6	0.3	0.4	0.5
ROE	20.3	24.5	10.4	10.5	10.9
부채비율 (%)	825.6	911.4	770.7	720.0	672.4
순차입금/자기자본 (%)	184.6	205.7	128.8	105.6	82.5
영업이익/금융비용 (배)	7.4	4.6	4.0	4.3	4.6

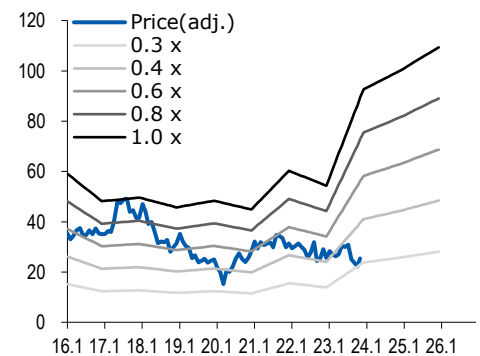
P/E band chart

(천원)



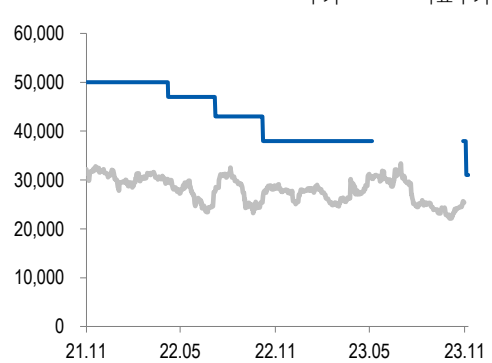
P/B band chart

(천원)



한화 (000880) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-27	BUY	31,000	1년		
	담당자변경				
2022-11-01	BUY	38,000	1년	-27.84	-17.89
2022-08-01	BUY	43,000	1년	-34.90	-24.30
2022-05-02	BUY	47,000	1년	-43.03	-36.28
2022-04-20	1년 경과 이후		1년	-39.97	-38.40
2021-04-20	BUY	50,000	1년	-36.45	-26.80

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.3
Hold(중립)	10.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-25

※ 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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 투자사결정은 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.