

# 한화 (000880/KS)

주가는 올랐지만 더 싸졌다

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 44,000 원(상향)

현재주가: 37,700 원

상승여력: 16.7%



Analyst  
최관순

ks1.choi@sks.co.kr  
3773-8812

### Company Data

|         |           |
|---------|-----------|
| 발행주식수   | 7,496 만주  |
| 시가총액    | 2,826 십억원 |
| 주요주주    |           |
| 김승연(외8) | 56.01%    |
| 자사주     | 7.45%     |

### Stock Data

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(25/02/12) | 37,700 원    |
| KOSPI        | 2,548.39 pt |
| 52주 최고가      | 37,700 원    |
| 52주 최저가      | 25,550 원    |
| 60일 평균 거래대금  | 12 십억원      |

### 주가 및 상대수익률



## 4Q24: 건설부문 흑자전환과 주요 자회사 실적개선

한화 4Q24 연결 실적은 매출액 18.0 조원(24.3% 이하 YoY), 영업이익 1.13 조원(386.6%, OPM: 6.3%)이다. 이라크 BNCP 도급액 증가에 따른 원가율 개선효과(900 억원 수준)가 반영되면서 건설부문 영업이익이 흑자전환(219 억원)했으며, 에어로스페이스(+222%), 솔루션(+71%) 등 주요 자회사 실적개선으로 영업이익이 크게 개선되었다. 특히 건설부문의 경우 9.2 조원의 수주잔고가 남아있는 BNCP 프로젝트(공사기간: 2032 년)가 올해 4 분기 공사재개 가능성이 높아 25 년부터 본격적인 실적 개선에 기여할 전망이다.

## 자회사 가치상승으로 밸류에이션 매력 확대

에어로스페이스(+59.3%), 비전(+32.4%), 솔루션(+30.9%) 등 25 년 들어 한화 주요 자회사 주가가 빠르게 상승했다. 자회사 주가 상승은 실적개선에 기인하는데 특히 한화에어로스페이스의 경우 한화오션을 연결 편입할 예정으로 방산, 조선, 해양의 시너지 창출이 본격화될 것으로 기대된다. 이에 향후 추가적인 주가 상승가능성도 열려 있다. 자회사의 가파른 주가 상승으로 한화 경우도 연초 대비 40.1% 주가 상승했음에도 불구하고 NAV 대비 할인율은 71.0%로 지난해 연말 66.8% 대비 오히려 확대됐다. 자회사 가치 증가분의 지주회사 전이, 자체사업의 실적개선 가능성을 고려한다면 현재 한화의 주가는 충분한 추가 상승여력이 있다고 판단한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 44,000 원(상향)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 주요 자회사 가치 상승에 따른 밸류에이션 매력과 건설부문 중심의 별도부문 실적개선이 예상되기 때문이다. 목표주기도 자회사 가치 상승분을 반영하여 기존 39,000 원에서 44,000 원으로 상향한다. 향후 순차입금 감소, 배당금 확대 등이 확인될 가능성이 높아 최근 주가 급등에도 밸류에이션 부담은 크지 않다는 판단이다.

### 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위  | 2021   | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 십억원 | 52,836 | 50,887 | 53,135 | 55,642 | 61,356 | 66,002 |
| 영업이익      | 십억원 | 2,928  | 2,370  | 2,412  | 2,419  | 2,700  | 3,135  |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 973    | 1,174  | 380    | 637    | 888    | 1,314  |
| EPS       | 원   | 9,943  | 11,995 | 3,886  | 6,735  | 9,386  | 13,893 |
| PER       | 배   | 3.2    | 2.1    | 6.6    | 4.0    | 4.0    | 2.7    |
| PBR       | 배   | 0.6    | 0.2    | 0.2    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| EV/EBITDA | 배   | 7.0    | 9.5    | 10.3   | 12.3   | 12.3   | 10.9   |
| ROE       | %   | 20.3   | 14.4   | 3.5    | 6.1    | 8.5    | 11.5   |

| 한화 목표주가 산정 |            |                     | (단위: 억원, 주, 원) |
|------------|------------|---------------------|----------------|
| 구분         | 내용         | 비고                  |                |
| 자회사 지분가치   | 64,232     | 50% 할인              |                |
| 브랜드 가치     | 9,570      | 23년 브랜드 수수료에 10배 적용 |                |
| 자체사업 가치    | 3,750      | 이익률 2%, 멀티플 10배 적용  |                |
| 순차입금       | 40,917     | 3Q24 별도기준           |                |
| 우선주 가치(차감) | 3,408      |                     |                |
| 적정 시가총액    | 33,227     |                     |                |
| 발행주식수      | 74,958,735 |                     |                |
| 적정주가       | 44,327     |                     |                |
| 목표주가       | 44,000     |                     |                |
| 현재주가       | 37,700     |                     |                |
| 상승여력       | 16.7%      |                     |                |

자료: SK 증권

| 한화 자회사 지분가치 |              |         |       |        |         | (단위: 억원) |
|-------------|--------------|---------|-------|--------|---------|----------|
| 구분          | 기업명          | 시가총액    | 지분율   | 장부가치   | NAV     |          |
| 상장사         | 한화솔루션        | 36,269  | 36.3% | 12,735 | 13,169  |          |
|             | 한화생명         | 21,800  | 43.2% | 14,491 | 9,426   |          |
|             | 한화에어로스페이스    | 237,022 | 34.0% | 8,252  | 80,469  |          |
|             | 한화인더스트리얼솔루션즈 | 21,129  | 34.0% |        | 7,173   |          |
|             | 한화갤러리아       | 2,394   | 36.3% | 1,436  | 869     |          |
|             | 한화자산주        | 28,259  | 7.4%  |        | 2,104   |          |
| 비상장사        | 한화호텔앤드리조트    |         | 48.9% | 2,491  | 2,491   |          |
|             | 기타 자회사       |         |       | 12,760 | 12,760  |          |
| 자회사 가치 합계   |              |         |       | 52,166 | 128,463 |          |
| 브랜드 가치      |              |         |       |        | 9,570   |          |
| 자체사업 가치     |              |         |       |        | 3,750   |          |
| 우선주         |              |         |       |        | 3,408   |          |
| 순차입금        |              |         |       |        | 40,917  |          |
| 한화 NAV      |              |         |       |        | 97,459  |          |
| 한화 시가총액     |              |         |       |        | 28,259  |          |
| NAV 대비 할인율  |              |         |       |        | 71.0%   |          |

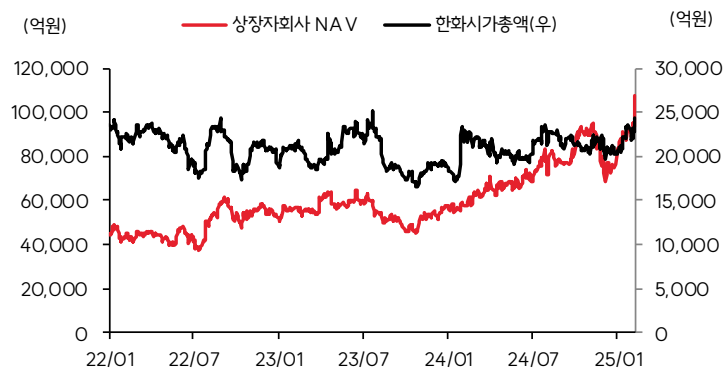
자료: SK 증권

## 한화 NAV 대비 할인율 추이



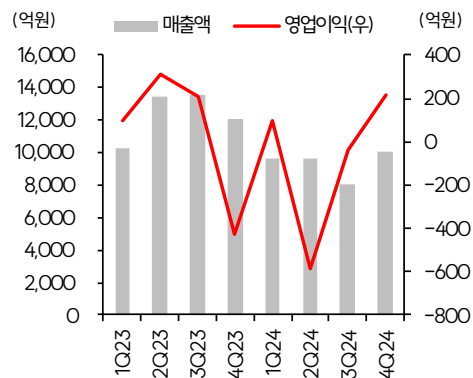
자료: SK 증권

## 한화 상장자회사 NAV 추이



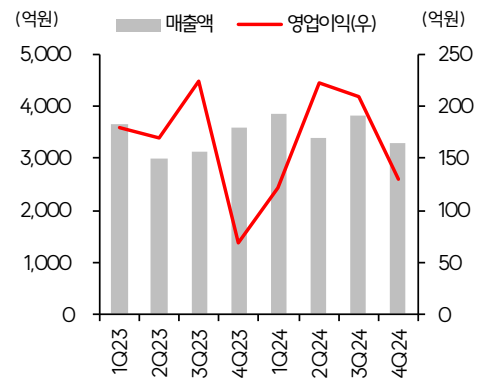
자료: SK 증권

## 한화 건설부문 실적 추이



자료: 한화, SK 증권

## 한화 글로벌부문 실적 추이



자료: 한화, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>    | 22,317  | 23,054  | 31,463  | 31,174  | 35,317  |
| 현금및현금성자산       | 6,673   | 4,909   | 6,324   | 6,208   | 7,762   |
| 매출채권 및 기타채권    | 5,056   | 5,438   | 8,472   | 8,411   | 9,325   |
| 재고자산           | 6,558   | 7,750   | 14,623  | 14,517  | 16,096  |
| <b>비유동자산</b>   | 29,535  | 36,591  | 39,165  | 41,095  | 39,825  |
| 장기금융자산         | 1,616   | 1,663   | 1,672   | 1,672   | 1,672   |
| 유형자산           | 15,852  | 19,647  | 22,801  | 24,768  | 23,534  |
| 무형자산           | 4,101   | 4,239   | 4,287   | 4,250   | 4,213   |
| <b>자산총계</b>    | 196,977 | 209,738 | 227,144 | 228,785 | 231,659 |
| <b>유동부채</b>    | 21,095  | 26,075  | 35,156  | 35,094  | 36,023  |
| 단기금융부채         | 8,688   | 10,100  | 16,464  | 16,464  | 16,464  |
| 매입채무 및 기타채무    | 4,149   | 4,977   | 8,605   | 8,543   | 9,472   |
| 단기충당부채         | 282     | 336     | 264     | 264     | 264     |
| <b>비유동부채</b>   | 14,501  | 16,727  | 18,259  | 18,259  | 18,259  |
| 장기금융부채         | 9,514   | 11,442  | 12,872  | 12,872  | 12,872  |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 608     | 657     | 753     | 753     | 753     |
| 장기충당부채         | 336     | 393     | 426     | 426     | 426     |
| <b>부채총계</b>    | 163,801 | 176,539 | 193,947 | 193,885 | 194,814 |
| <b>지배주주지분</b>  | 10,813  | 10,791  | 9,975   | 10,791  | 12,028  |
| 자본금            | 490     | 490     | 490     | 490     | 490     |
| 자본잉여금          | 1,338   | 1,355   | 1,295   | 1,295   | 1,295   |
| 기타자본구성요소       | 44      | 81      | -96     | -96     | -96     |
| 자기주식           | -7      | -7      | -191    | -191    | -191    |
| 이익잉여금          | 7,774   | 7,599   | 8,164   | 8,979   | 10,217  |
| 비지배주주지분        | 22,363  | 22,408  | 23,222  | 24,109  | 24,817  |
| <b>자본총계</b>    | 33,176  | 33,199  | 33,197  | 34,900  | 36,845  |
| <b>부채와자본총계</b> | 196,977 | 209,738 | 227,144 | 228,785 | 231,659 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)       | 2022   | 2023   | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
|-------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | 2,406  | 3,793  | 741     | 3,154  | 1,731  |
| 당기순이익(손실)         | 2,009  | 1,636  | 1,943   | 1,775  | 2,021  |
| 비현금성항목등           | 866    | 815    | 3,359   | 1,659  | 1,727  |
| 유형자산감가상각비         | 1,155  | 1,319  | 1,294   | 1,233  | 1,233  |
| 무형자산상각비           | 202    | 235    | 162     | 37     | 37     |
| 기타                | -491   | -739   | 1,903   | 389    | 458    |
| 운전자본감소(증가)        | -3,992 | -2,381 | -7,775  | 105    | -1,564 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가)  | -1,844 | -304   | -3,202  | 61     | -914   |
| 재고자산의감소(증가)       | -670   | -1,054 | -6,715  | 106    | -1,578 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소)  | -474   | 64     | 2,641   | -62    | 929    |
| 기타                | 2,814  | 2,695  | 2,723   | -770   | -907   |
| 법인세납부             | -710   | -1,029 | -491    | -385   | -454   |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | -3,613 | -6,668 | -12,014 | -3,204 | -4     |
| 금융자산의감소(증가)       | -381   | 406    | -6,342  | 0      | 0      |
| 유형자산의감소(증가)       | -1,434 | -4,132 | -4,665  | -3,200 | 0      |
| 무형자산의감소(증가)       | -251   | -276   | -209    | 0      | 0      |
| 기타                | -1,546 | -2,666 | -797    | -4     | -4     |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | 3,192  | 1,799  | 6,648   | -72    | -77    |
| 단기금융부채의증가(감소)     | 0      | 0      | 0       | 0      | 0      |
| 장기금융부채의증가(감소)     | 2,645  | 3,923  | 6,859   | 0      | 0      |
| 자본의증가(감소)         | 870    | 17     | -60     | 0      | 0      |
| 배당금지급             | -70    | -74    | -74     | -72    | -77    |
| 기타                | -253   | -2,067 | -78     | 0      | 0      |
| <b>현금의 증가(감소)</b> | 1,994  | -1,067 | -2,205  | -116   | 1,555  |
| 기초현금              | 7,602  | 9,596  | 8,529   | 6,324  | 6,208  |
| 기말현금              | 9,596  | 8,529  | 6,324   | 6,208  | 7,762  |
| FCF               | 972    | -339   | -3,924  | -46    | 1,731  |

자료 : 한화, SK증권 추정

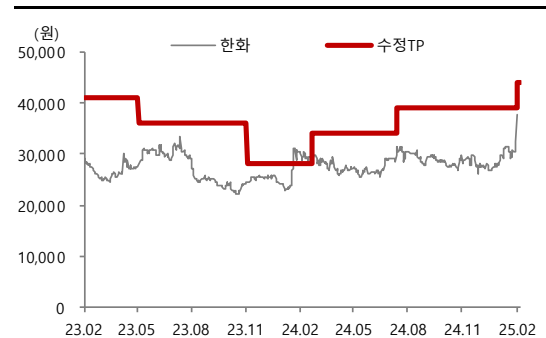
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>      | 50,887 | 53,135 | 55,642 | 61,356 | 66,002 |
| <b>매출원가</b>     | 45,087 | 46,735 | 48,749 | 53,586 | 57,651 |
| <b>매출총이익</b>    | 5,800  | 6,400  | 6,892  | 7,770  | 8,351  |
| 매출총이익률(%)       | 114    | 120    | 124    | 127    | 127    |
| <b>판매비와 관리비</b> | 3,430  | 3,988  | 4,474  | 5,069  | 5,216  |
| <b>영업이익</b>     | 2,370  | 2,412  | 2,419  | 2,700  | 3,135  |
| 영업이익률(%)        | 47     | 45     | 43     | 44     | 47     |
| <b>비영업손익</b>    | -236   | -165   | -35    | -540   | -660   |
| 순금융손익           | -543   | -897   | 0      | 0      | 0      |
| 외환관련손익          | -118   | 43     | 0      | 0      | 0      |
| 관계기업등 투자손익      | -76    | 49     | -257   | 0      | 0      |
| <b>세전계속사업이익</b> | 2,134  | 2,247  | 2,383  | 2,160  | 2,475  |
| 세전계속사업이익률(%)    | 42     | 42     | 43     | 35     | 37     |
| <b>계속사업법인세</b>  | 125    | 611    | 440    | 385    | 454    |
| <b>계속사업이익</b>   | 2,009  | 1,636  | 1,943  | 1,775  | 2,021  |
| <b>중단사업이익</b>   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>*법인세효과</b>   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>당기순이익</b>    | 2,009  | 1,636  | 1,943  | 1,775  | 2,021  |
| 순이익률(%)         | 39     | 31     | 35     | 29     | 31     |
| <b>지배주주</b>     | 1,174  | 380    | 637    | 888    | 1,314  |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 23     | 07     | 11     | 14     | 20     |
| <b>비지배주주</b>    | 835    | 1,255  | 1,306  | 888    | 707    |
| 총포괄이익           | 6,280  | 1,282  | -683   | 1,775  | 2,021  |
| 지배주주            | 3,378  | -45    | -1,163 | -65    | -74    |
| 비지배주주           | 2,903  | 1,327  | 480    | 1,841  | 2,096  |
| <b>EBITDA</b>   | 3,727  | 3,966  | 3,874  | 3,970  | 4,405  |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>성장성 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 매출액                    | -3.7    | 4.4     | 4.7     | 10.3    | 7.6     |
| 영업이익                   | -19.1   | 1.8     | 0.3     | 11.6    | 16.1    |
| 세전계속사업이익               | -33.7   | 5.3     | 6.1     | -9.4    | 14.6    |
| EBITDA                 | -10.7   | 6.4     | -2.3    | 2.5     | 10.9    |
| EPS                    | 20.6    | -67.6   | 73.3    | 39.4    | 48.0    |
| <b>수익성 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| ROA                    | 1.0     | 0.8     | 0.9     | 0.8     | 0.9     |
| ROE                    | 14.4    | 3.5     | 6.1     | 8.5     | 11.5    |
| EBITDA마진               | 7.3     | 7.5     | 7.0     | 6.5     | 6.7     |
| <b>안정성 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 유동비율                   | 105.8   | 88.4    | 89.5    | 88.8    | 98.0    |
| 부채비율                   | 493.7   | 531.8   | 584.2   | 555.5   | 528.7   |
| 순차입금/자기자본              | 32.4    | 48.2    | 66.3    | 63.4    | 55.9    |
| EBITDA/이자비용(배)         | 6.8     | 4.4     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당성향                   | 6.3     | 19.4    | 11.3    | 8.6     | 6.2     |
| <b>주당지표 (원)</b>        |         |         |         |         |         |
| EPS(계속사업)              | 11,995  | 3,886   | 6,735   | 9,386   | 13,893  |
| BPS                    | 110,510 | 110,284 | 107,505 | 116,128 | 129,212 |
| CFPS                   | 25,856  | 19,754  | 22,129  | 22,815  | 27,322  |
| 주당 현금배당금               | 750     | 750     | 800     | 850     | 900     |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |         |         |         |         |         |
| PER                    | 2.1     | 6.6     | 4.0     | 4.0     | 2.7     |
| PBR                    | 0.2     | 0.2     | 0.3     | 0.3     | 0.3     |
| PCR                    | 1.0     | 1.3     | 1.2     | 1.7     | 1.4     |
| EV/EBITDA              | 9.5     | 10.3    | 12.3    | 12.3    | 10.9    |
| 배당수익률                  | 2.9     | 2.9     | 3.0     | 2.6     | 2.8     |

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
|            |      |         |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2025.02.13 | 매수   | 44,000원 | 6개월          |         |                |
| 2024.07.25 | 매수   | 39,000원 | 6개월          | -25.78% | -3.33%         |
| 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%         |



### 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 기관투자자 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 (2025년 02월 13일 기준)

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 97.52% | 중립 | 2.48% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|