

한화 (000880)

올랐지만 안올랐습니다

4Q24 Review: 자회사의 놀라운 성장과 자체사업 개선

4Q24 연결 매출액은 18.0조원(+24.3% YoY), 영업이익은 1.1조원(+385.5% YoY, OPM 6.3%)을 기록했다. 자회사의 실적 서프라이즈와 건설부문의 흑자전환이 성장을 견인했다. 한화에어로스페이스는 국내외 실적 고성장으로 큰 폭의 이익 서프라이즈를 기록했다. 한화솔루션은 일회성 이익(울산 사택부지 매각이익)이 성장을 견인했다. 별도 매출액은 1.4조원(-27.6% YoY), 영업이익은 832억원(+516.8% YoY)을 기록했다. 건설부문의 플랜트사업 양도, 대형 프로젝트 준공에 따른 기저효과와 글로벌 부문의 석유화학 트레이딩 판매 감소로 매출은 감소했으나 건설부문에서 이라크 BNCP 사업 변경계약에 따른 도급액 증가로 원가율이 감소하고 글로벌부문의 산업용화학 마진 개선으로 이익이 큰 폭으로 개선됐다.

자회사 고성장에 얹어지는 자체사업 개선

25년 연결 매출액은 73.0조원(+31.2% YoY), 영업이익 4.6조원(+90.2% YoY)으로 전망한다. 자회사 실적 성장에 더해 자체사업 실적 개선이 뚜렷하게 나타날 전망이다. 한화에어로스페이스의 실적 고성장이 지속된다. 지상방산의 수출 물량 증가와 한화오션 및 필리 조선소(한화시스템을 통한) 연결 편입으로 높은 성장세를 이어갈 것이다. 한화솔루션은 신재생에너지에서 모듈 출하량 증가, 발전자산 매각, EPC 매출 증가로 실적 개선이 예상된다. 자체사업에서도 성장이 전망된다. 건설은 복합개발, 데이터센터 사업이 진행되고 이라크 BNCP 잔여 7만세대에 대한 공사가 재개될 예정으로 수익성 개선이 본격화될 것이다. 글로벌은 2Q25부터 여수 칠산공장 가동이 본격화되며 25년 약 1,000억원 수준의 매출 기여가 예상된다. 또한 자회사 실적 성장에 따른 브랜드 로열티 증가도 예상된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 6.3만원으로 상향

동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 43,000원에서 63,000원으로 상향한다. 목표주가는 별도 실적 추정치 변경과 자회사 지분가치 변동을 반영해 산정했다. 최근 주가 상승에도 불구하고 NAV 할인율은 여전히 역사적 고점 수준으로 매력적인 구간이다.



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

BUY (M)

목표주가 63,000원 (U)

직전 목표주가 43,000원

현재주가 (2/26) 42,550원

상승여력 48%

시가총액	31,895억원
총발행주식수	94,562,209주
60일 평균 거래대금	216억원
60일 평균 거래량	610,575주
52주 고/저	50,000원 / 25,550원
외인지분율	14.25%
배당수익률	2.91%
주요주주	김승연 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	35.7	52.5	50.9
상대	30.4	45.5	51.2
절대 (달러환산)	35.6	48.8	40.1

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	18,000	24.3	47.3	15,199	18.4
영업이익	1,126	385.5	114.3	365	208.3
세전계속사업이익	1,914	20,069.8	751.9		
지배순이익	718	흑전	158.4		
영업이익률 (%)	6.3	+4.7 %pt	+2.0 %pt	2.4	+3.9 %pt
지배순이익률 (%)	4.0	흑전	+1.7 %pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F
매출액	50,887	53,135	55,647	73,006
영업이익	2,370	2,412	2,416	4,596
지배순이익	1,174	380	773	1,221
PER	1.8	5.6	2.7	2.7
PBR	0.3	0.2	0.2	0.3
EV/EBITDA	9.6	10.3	10.3	6.8
ROE	14.4	3.5	7.0	10.6

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

한화 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2024P	2025E
매출액	14,247	12,492	11,920	14,476	12,435	12,993	12,218	18,000	55,647	73,006
한화 별도	1,580	1,805	1,850	1,951	1,652	1,556	1,257	1,413	5,878	5,795
글로벌	367	299	313	359	386	340	383	331	1,440	1,483
건설	1,031	1,343	1,354	1,203	958	968	809	1,010	3,745	3,932
기타	57	26	39	80	188	47	65	72	372	379
주요 연결자회사	12,191	9,960	9,386	12,322	10,330	11,001	10,660	17,333	49,646	67,203
한화에어로스페이스	1,654	1,514	1,625	3,097	1,449	2,335	2,631	4,831	11,246	25,118
한화솔루션	3,100	3,364	2,904	3,819	2,353	2,652	2,746	4,643	12,394	14,036
영업이익	1,333	465	382	232	236	529	525	1,126	2,416	4,596
한화 별도	49	41	68	13	184	-22	59	83	304	439
주요 연결자회사	1,219	524	209	316	204	605	525	1,188	2,522	4,196
한화에어로스페이스	191	41	86	277	18	337	477	892	1,725	2,696
한화솔루션	271	194	89	63	-215	-112	-80	107	-300	590
OPM %										
연결 영업이익률	9.4	3.7	3.2	1.6	1.9	4.1	4.3	6.3	4.3	6.3
한화 별도	3.1	2.3	3.7	0.7	11.1	-1.4	4.7	5.9	5.2	7.6

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

한화 목표주가 산정

(단위: 십억원)

	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
A. 사업 가치			2,194	
글로벌, 건설			2,194	25년 예상 영업이익에 5x 적용
B. 자회사 가치			6,588	B=a+b
a. 상장 자회사 가치			5,063	a=@*55.85%(일반주주 지분 44.15% 제외)
① 상장 자회사 총 지분가치			9,066	최근 3개월 평균
한화생명	2,226	43.2%	963	
한화에어로스페이스	18,375	34.0%	6,238	
한화솔루션	3,173	36.3%	1,152	
한화갤러리아	228	36.3%	83	
한화인더스트리얼솔루션즈	1,855	34.0%	630	
b. 비상장 자회사 가치			1,525	장부가(2Q24 기준)
C. 순차입금			4,067	3Q24말 별도 기준
D. 적정 기업가치			4,716	D=A+B-C
E. NAV			8,718	E=A+(@+B)-C
F. 발행주식수(백만주)			75.0	
G. 적정주가(원)			62,910	G=D/F
목표주가(원)			63,000	상승여력 +49.3%

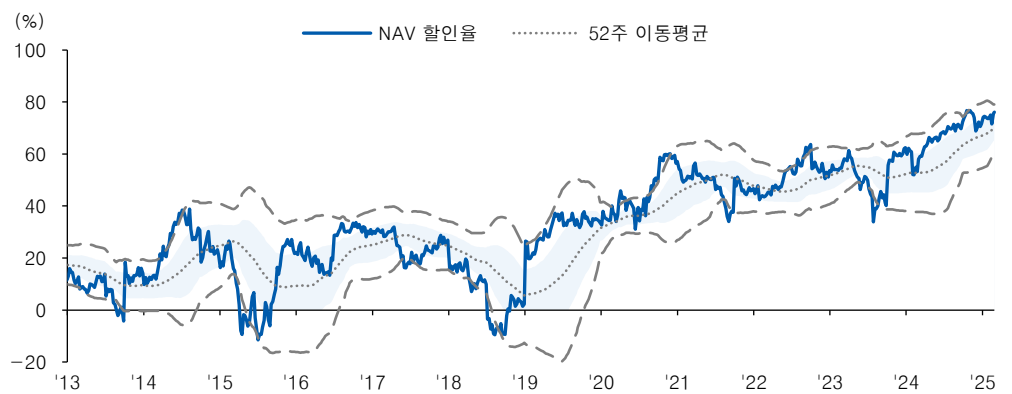
자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

한화 NAV 할인율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

한화 52주 이동평균 NAV 할인율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

한화 (000880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	50,887	53,135	55,647	73,006	76,038
매출원가	45,087	46,735	49,296	64,524	67,148
매출총이익	5,800	6,400	6,351	8,482	8,890
판매비	3,430	3,988	3,935	3,886	3,285
영업이익	2,370	2,412	2,416	4,596	5,605
EBITDA	3,727	3,966	3,960	6,173	7,212
영업외손익	-236	-165	-348	-1,036	-1,093
외환관련손익	-118	43	43	43	43
이자손익	-543	-897	-1,032	-1,099	-1,111
관계기업관련손익	-76	49	49	49	49
기타	501	639	591	-30	-75
법인세비용차감전순이익	2,134	2,247	2,068	3,560	4,511
법인세비용	125	611	378	890	1,128
계속사업순이익	2,009	1,636	1,690	2,670	3,384
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,009	1,636	1,690	2,670	3,384
지배지분순이익	1,174	380	773	1,221	1,547
포괄순이익	6,280	1,282	1,337	2,316	3,030
지배지분포괄이익	3,378	-45	-47	-82	-107

주: 영업이익 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	4,310	4,416	6,097
당기순이익	2,009	1,636	1,690	2,670	3,384
감가상각비	1,155	1,319	1,302	1,330	1,354
외환손익	-553	-453	-43	-43	-43
중속, 관계기업관련손익	76	-49	-49	-49	-49
자산부채의 증감	-3,992	-2,381	728	-225	704
기타현금흐름	3,712	3,722	682	734	749
투자활동 현금흐름	-3,613	-6,668	-2,752	-2,218	-2,462
투자자산	-2,790	-2,661	-331	-326	-235
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,541	-4,280	-2,200	-1,500	-2,000
유형자산 감소	106	148	0	0	0
기타현금흐름	612	125	-221	-391	-227
재무활동 현금흐름	3,192	1,799	1,152	-1,077	-1,307
단기차입금	1,127	1,098	20	140	24
사채 및 장기차입금	855	2,241	2,600	300	200
자본	870	17	0	0	0
현금배당	-70	-74	-74	-77	-81
기타현금흐름	410	-1,484	-1,395	-1,440	-1,450
연결범위변동 등 기타	8	9	-2,978	744	-55
현금의 증감	1,994	-1,067	-268	1,866	2,273
기초 현금	7,602	9,596	8,529	8,261	10,127
기말 현금	9,596	8,529	8,261	10,127	12,400
NOPLAT	2,370	2,412	2,416	4,596	5,605
FCF	866	-487	2,110	2,916	4,097

자료: 유안타증권

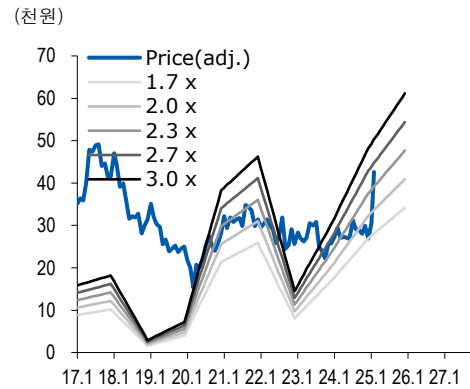
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	22,317	23,054	27,149	33,479	36,722
현금및현금성자산	6,673	4,909	8,261	10,127	12,400
매출채권 및 기타채권	5,056	5,438	5,580	5,896	6,141
재고자산	6,558	7,750	8,116	10,648	11,090
비유동자산	29,535	36,591	37,878	38,427	39,355
유형자산	15,852	19,647	20,545	20,715	21,361
관계기업 등 지분관련 자산	3,968	6,635	6,948	7,157	7,371
기타투자자산	1,616	1,663	1,680	1,798	1,818
자산총계	196,977	209,738	215,120	221,999	226,170
유동부채	21,095	26,075	29,043	31,656	32,376
매입채무 및 기타채무	5,445	6,625	6,938	9,103	9,481
단기차입금	4,877	5,929	5,929	5,929	5,929
유동성장기부채	3,429	3,742	5,442	5,442	5,442
비유동부채	14,501	16,727	17,876	19,903	20,404
장기차입금	4,229	5,739	5,739	5,739	5,739
사채	3,838	4,077	4,777	5,077	5,277
부채총계	163,801	176,539	180,658	185,297	186,519
지배지분	10,813	10,791	11,137	11,928	13,041
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	1,338	1,355	1,355	1,355	1,355
이익잉여금	7,774	7,599	8,298	9,442	10,909
비지배지분	22,363	22,408	23,325	24,774	26,610
자본총계	33,176	33,199	34,462	36,702	39,651
순차입금	10,754	16,016	15,256	13,631	11,547
총차입금	18,203	21,542	24,162	24,602	24,827

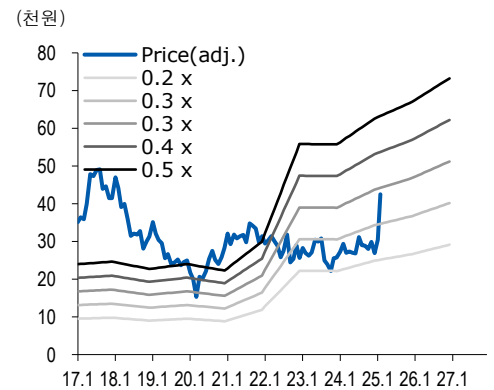
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	15,423	4,831	10,075	16,038	20,380
BPS	111,732	111,503	125,162	134,052	146,561
EBITDAPS	38,063	40,502	40,554	65,283	76,266
SPS	519,730	542,690	569,862	772,042	804,106
DPS	750	750	850	900	950
PER	1.8	5.6	2.7	2.7	2.1
PBR	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.6	10.3	10.3	6.8	5.8
PSR	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	-3.7	4.4	4.7	31.2	4.2
영업이익 증가율 (%)	-19.1	1.8	0.2	90.2	22.0
지배순이익 증가율 (%)	20.6	-67.6	103.1	58.0	26.7
매출총이익률 (%)	11.4	12.0	11.4	11.6	11.7
영업이익률 (%)	4.7	4.5	4.3	6.3	7.4
지배순이익률 (%)	2.3	0.7	1.4	1.7	2.0
EBITDA 마진 (%)	7.3	7.5	7.1	8.5	9.5
ROIC	11.3	7.3	7.9	14.5	15.1
ROA	0.6	0.2	0.4	0.6	0.7
ROE	14.4	3.5	7.0	10.6	12.4
부채비율 (%)	493.7	531.8	524.2	504.9	470.4
순차입금/자기자본 (%)	99.5	148.4	137.0	114.3	88.5
영업이익/금융비용 (배)	4.3	2.7	2.3	4.1	5.0

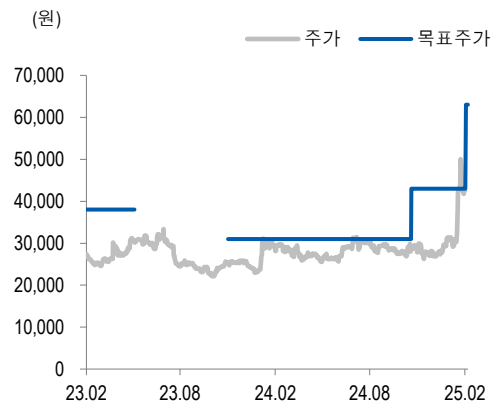
P/E band chart



P/B band chart



한화 (000880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-02-27	BUY	63,000	1년		
2024-11-15	BUY	43,000	1년	-27.46	16.28
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	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-02-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 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.