



한화 (000880)

호실적 달성한 효자회사들, 안정화되고 있는 자체 사업

▶ Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com

Buy (유지)

목표주가(상향): 50,000원

현재 주가(2/13)	42,150원
상승여력	▲18.6%
시가총액	31,595억원
발행주식수	74,959천주
52 주 최고가 / 최저가	42,150 / 25,550원
90 일 일평균 거래대금	150.05억원
외국인 지분율	13.1%
주주 구성	
감승연 (외 9인)	56.0%
자사주 (외 1인)	7.5%
국민연금공단 (외 1인)	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	51.6	50.3	38.2	39.6
상대수익률(KOSPI)	47.9	43.4	39.7	42.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	53,135	55,642	57,953	59,785
영업이익	2,412	2,419	2,609	2,856
EBITDA	3,966	4,034	4,546	4,838
지배주주순이익	380	933	984	1,049
EPS	4,831	12,394	12,933	13,812
순차입금	16,023	16,799	16,855	17,055
PER	5.4	0.0	3.3	3.1
PBR	0.2	0.0	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.7	4.2	4.7	4.4
배당수익률	2.9	n/a	2.8	2.8
ROE	3.5	8.4	8.3	8.2

주가 추이



한화에어로스페이스는 금번 분기에도 (주)한화의 연결 실적에 크게 기여하였고 한화솔루션도 시장 예상을 상회한 4 분기 실적을 발표했다. (주)한화의 자체 사업 중 건설 부문은 이라크 비스마야 프로젝트 변경계약 영향으로 흑자 전환하였고, 글로벌 부문은 3월 말 질산 공장 증설 준공 후 4월부터 제품 생산을 개시할 예정이다.

4Q24 연결 매출액 17조 9,952억원, 영업이익 1조 1,289억원
금번 4분기 (주)한화의 연결 매출액은 전년 동기 대비 24.3%, 영업이익은 387.2% 성장하며 컨센서스를 대폭 상회했다. 2024년 연간으로는 연결 매출액 55조 6,416억원, 영업이익 2조 4,187억원으로 각각 전년 동기 대비 4.7%, 0.3% 증가했다.

(자체 사업) 건설: YoY, QoQ로 흑자 전환

(주)한화의 자체 사업 중 건설 부문은 2023년 4분기 영업손실 423억원, 2024년 3분기 영업손실 34억원이었으나 2024년 4분기에 219억원의 영업이익을 내며 흑자 전환하였다. 지난 2024년 12월 이라크 BNCP 프로젝트 변경계약 체결에 따라 손실보상금을 포함한 도급액이 증가한 것이 수익성 개선의 주 원인이다.

(자체 사업) 글로벌: 증설 공장 가동 매출 2분기부터 발생

질산 공장 증설 준공이 1월 31일에서 3월 31일로 연기되었고, 4월부터 생산이 개시될 예정이다. 올해 질산 매출액은 1천억원 초반대, 영업이익률은 Low Single 수준으로 예상된다.

(자회사) 한화에어로스페이스의 경이로운 실적

한화에어로스페이스의 2024년 4분기 매출액은 4조 8,311억원, 영업이익은 8,925억원인데 이는 전년 동기 대비 각각 56%, 222% 상승한 수치이고, 시장 컨센서스를 33%, 68%나 상회한 경이로운 실적이다. 지상방산 부문이 시장 예상보다 훨씬 높은 수준의 매출액과 영업이익을 시현하였다는 점, 자회사인 한화시스템도 호실적을 낸 점 등이 금번 분기 어닝 서프라이즈의 주 원인이다.

(다음 페이지에 계속)

(앞 페이지에 이어 계속)

(자회사) 예상보다 양호한 실적을 낸 한화솔루션

한화솔루션의 4Q24 매출액은 4조 6,429억원, 영업이익은 1,070억원으로 컨센서스(매출액 3.7조원, 영업이익 183억원)을 대폭 웃돌았다. 신재생에너지 부문 개발자산 매각과 EPC 사업 매출 증가가 전체 매출액 상승을 견인했으며, 울산 사택부지 매각에 따른 일회성 이익이 반영되어 영업이익이 증가했다. 그러나 2024년 연간으로는 영업손실 3,002억원을 기록했다.

한화에어로스페이스의 한화오션 지분 확대

한화에어로스페이스 이사회는 지난 10일, 약 1조 3,000억원을 들여 한화임팩트파트너스와 한화에너지가 보유한 한화오션 지분 7.3%를 주당 58,100원에 매입하기로 의결했다. 지분 취득 후 한화에어로스페이스의 한화오션에 대한 연결 기준 지분율은 34.7%에서 42.0%로 상승하게 된다. 지분 확대의 목적은 방산과 조선 간 시너지 제고 및 자회사에 대한 책임경영 강화이다.

한화호텔앤드리조트의 아워홈 인수

지난 11일, 한화호텔앤드리조트 이사회는 주식매매계약을 통해 아워홈 지분 58.62%(양수금액 8,695억원)를 인수하기로 결정했다. 일차적으로는 50.62%를 인수한 뒤 나머지 8.0%는 당사자 간 합의한 일정기간 내에 제3자를 통해 매수할 예정이다. 한화호텔앤드리조트의 출자 규모는 약 2,500억원이며, 부족분은 재무적 투자자(FI)와 인수금융을 통해 조달할 계획이다. 한화그룹은 지난 2020년 단체급식 업체 푸디스트를 100억원에 사모펀드에 매각하고 관련 사업에서 철수한 이력이 있는데, 만일 금년 4월 말까지 아워홈 주식 양수가 마무리되면 약 5년 만에 급식 사업에 재진출하게 되는 셈이다.

투자의견 BUY, 목표주가 50,000원으로 상향

최근 상장 자회사들의 시가총액 상승을 반영하는 한편, 종전에는 순자산가치에 할인율 70%를 적용하였으나 금번에 할인율을 50%로 낮추었다. 방산·우주·조선(손)자회사들은 해외 매출 성장에 힘입어 향후 수년 간 견조한 실적을 유지할 것이다. 한화솔루션의 경우 태양광 산업에 대한 대외 환경이 우호적으로 변할 것으로 예상되므로 금년에는 흑자 전환을 기대할 수 있다. 트럼프 정부가 중국산 태양광 제품에 대한 관세를 강화하며 이에 따른 반사이익을 기대할 수 있고, 미국으로 수입되는 태양광 모듈 물량이 상반기에 감소함에 따라 태양광 모듈 가격이 상승할 것으로 전망되고 있다.

[표1] 한화 목표주가 산정 근거

(단위: 십억원, 원, 주)

대분류	중분류	자회사 ^{주1}	사업가치 또는 기업가치	지분율	적정 가치	사업가치 또는 기업가치에 대한 설명
사업가치 (A)					2,444.8	
	건설/글로벌		621.8	N/A	621.8	Peer 기업 EV/EBITDA 적용
	브랜드 로열티		1,823.0	N/A	1,823.0	2024년 추정 수익의 10배
자회사 ^{주2} 가치 (B)					9,116.3	
	상장 자회사	한화생명 (088350)	2,224.5	43.24%	961.9	최근 3개월 시가총액 평균
		한화에어로스페이스 (012450)	16,634.8	33.95%	5,647.5	상동
		한화비전 (489790)	1,773.3	33.95%	602.0	상동
		한화솔루션 (009830)	3,067.5	36.31%	1,113.8	상동
		한화갤러리아 (452260)	223.8	36.31%	81.3	상동
	비상장 자회사	한화호텔앤드리조트	1,016.0	49.80%	506.0	자본총계
		한화모멘텀	203.8	100%	203.8	상동
순차입금 (C)					4,004.9	별도 기준
적정 기업가치(NAV) (A+B-C)					7,556.2	
할인율 적용 NAV (D)					3,778.1	할인율 50% 적용 ^{주2}
발행주식총수(주) (F)					74,958,735	
주당 NAV(원) (D÷F)					50,402.5	
목표 주가(원)					50,000	
현재 주가(원)					42,150	
상승여력					▲18.6%	

주1: 연결 대상 종속회사와 지분법 대상 관계회사 모두 포함하여 지칭

주2: 이진 목표주가 산정 시에는 할인율 70% 적용

자료: ㈜한화, 자회사 각사, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[표2] (주)한화 분기별 연결 실적 추이

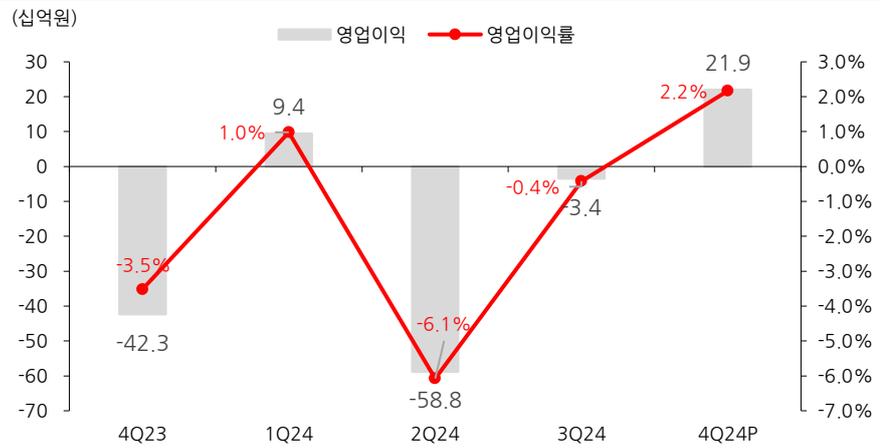
(단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	YoY
매출액	10,849.7	13,576.7	14,729.0	11,731.3	14,247.0	12,492.1	11,919.7	14,476.0	12,435.4	12,992.7	12,218.3	17,995.2	24.3%
영업이익	1,052.1	1,339.9	1,218.6	-1,240.9	1,332.8	465.1	382.3	231.7	235.8	528.6	525.4	1,128.9	387.2%
영업이익률	9.7%	9.9%	8.3%	-10.6%	9.4%	3.7%	3.2%	1.6%	1.9%	4.1%	4.3%	6.3%	4.7%
순이익	682.1	1,203.6	831.7	-708.5	1,130.0	376.3	118.8	10.3	-221.5	37.2	188.5	1,952.9	18770.3%
순이익률	6.3%	8.9%	5.6%	-6.0%	7.9%	3.0%	1.0%	0.1%	-1.8%	0.3%	1.5%	10.9%	10.8%

주: 각 연도 4분기 실적은 연간 실적에서 1~3분기 합계를 제하여 산출

자료: (주)한화, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] (주)한화 건설 부문 영업이익(률) 추이



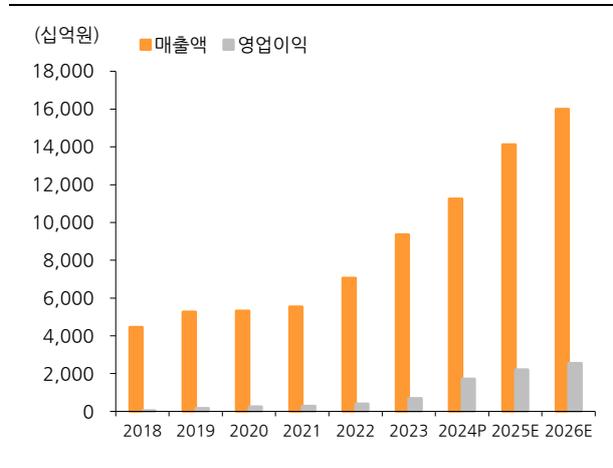
자료: (주)한화, 한화투자증권 리서치센터

[표 3] 한화에어로스페이스 4Q24 컨센서스와 잠정실적 간 차이

(단위: 십억원)				
구분	컨센서스	잠정실적	차이	상회율
매출액	3,640.5	4,831.1	1,190.6	32.7%
영업이익	530.9	892.5	361.6	68.1%

자료: 한화에어로스페이스, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화에어로스페이스 연간 실적



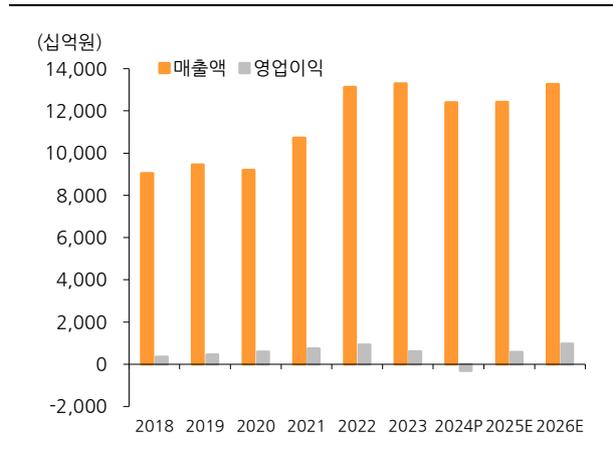
자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표 4] 한화솔루션 4Q24 컨센서스와 잠정실적 간 차이

(단위: 십억원)				
구분	컨센서스	잠정실적	차이	상회율
매출액	3,703.8	4,643.0	939.1	25.4%
영업이익	18.3	107.0	88.6	483.5%

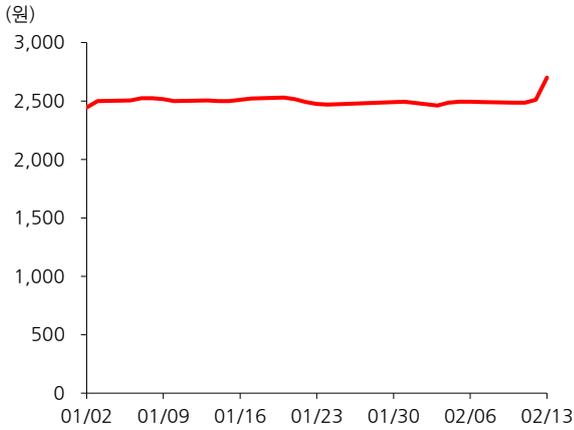
자료: 한화솔루션, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화솔루션 연간 실적



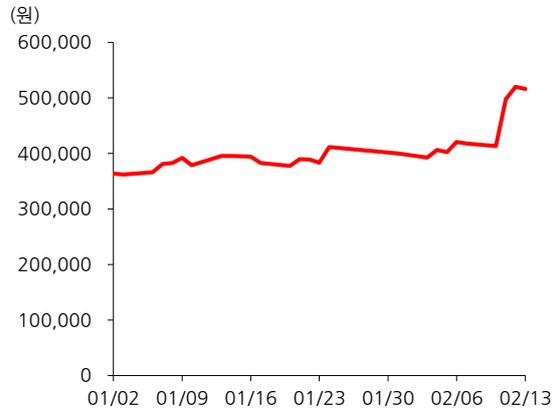
자료: 한화솔루션, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림4] 한화생명 2025년 주가 추이



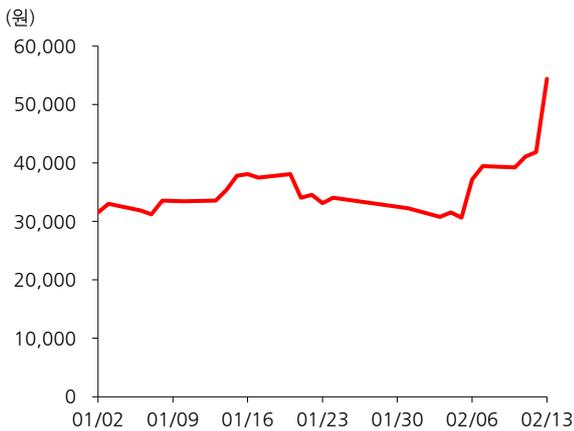
자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화에어로스페이스 2025년 주가 추이



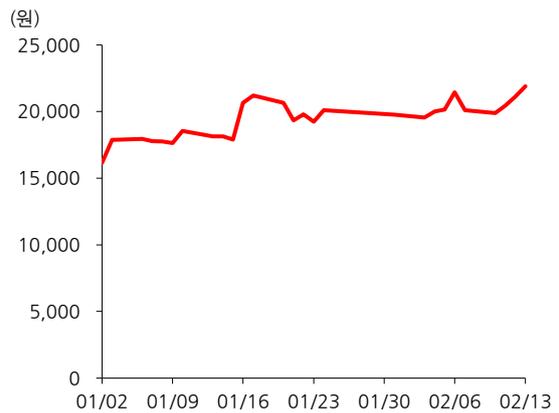
자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한화비전 2025년 주가 추이



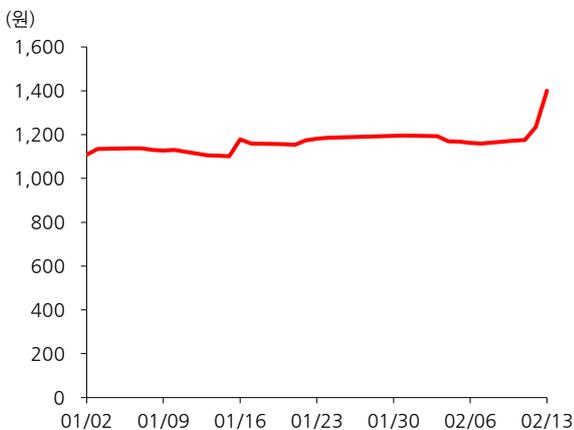
자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 한화솔루션 2025년 주가 추이



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 한화갤러리아 2025년 주가 추이



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	50,887	53,135	55,642	57,953	59,785
매출총이익	5,800	6,400	6,911	7,281	7,662
영업이익	2,370	2,412	2,419	2,609	2,856
EBITDA	3,727	3,966	4,034	4,546	4,838
순이자손익	-535	-882	-1,090	-994	-970
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	104	20	-85	-8	-4
세전계속사업손익	2,134	2,247	2,970	3,380	3,603
당기순이익	2,009	1,636	2,200	2,460	2,623
지배주주순이익	1,174	380	933	984	1,049
증가율(%)					
매출액	-3.7	4.4	4.7	4.2	3.2
영업이익	-19.1	1.8	0.3	7.9	9.5
EBITDA	-10.7	6.4	1.7	12.7	6.4
순이익	-12.0	-18.6	34.5	11.9	6.6
이익률(%)					
매출총이익률	11.4	12.0	12.4	12.6	12.8
영업이익률	4.7	4.5	4.3	4.5	4.8
EBITDA 이익률	7.3	7.5	7.3	7.8	8.1
세전이익률	4.2	4.2	5.3	5.8	6.0
순이익률	3.9	3.1	4.0	4.2	4.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	2,406	3,793	4,437	2,488	2,455
당기순이익	2,009	1,636	1,978	2,460	2,623
자산상각비	1,357	1,554	1,616	1,937	1,981
운전자본증감	-3,992	-2,381	-3,819	248	-95
매출채권 감소(증가)	-1,844	-304	-660	-123	-66
재고자산 감소(증가)	-670	-1,054	-866	184	-183
매입채무 증가(감소)	-474	64	-112	60	22
투자현금흐름	-3,613	-6,668	-5,961	-2,509	-2,453
유형자산처분(취득)	-1,434	-4,132	-4,040	-2,371	-2,331
무형자산 감소(증가)	-251	-276	-185	-188	-185
투자자산 감소(증가)	-381	406	-5,818	169	83
재무현금흐름	3,192	1,799	2,068	-223	-248
차입금의 증가(감소)	2,645	3,923	2,279	-132	-130
자본의 증가(감소)	-79	-74	-258	-91	-118
배당금의 지급	70	74	74	91	118
총현금흐름	2,875	2,450	4,531	2,240	2,550
(-)운전자본증가(감소)	591	-909	4,162	-248	95
(-)설비투자	1,541	4,280	4,170	2,502	2,464
(+)자산매각	-145	-128	-55	-57	-52
Free Cash Flow	599	-1,049	-3,856	-71	-61
(-)기타투자	4,947	5,955	-4,426	119	20
잉여현금	-4,348	-7,004	569	-189	-81
NOPLAT	2,231	1,756	1,791	1,899	2,079
(+) Dep	1,357	1,554	1,616	1,937	1,981
(-)운전자본투자	591	-909	4,162	-248	95
(-)Capex	1,541	4,280	4,170	2,502	2,464
OpFCF	1,456	-62	-4,925	1,583	1,501

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	22,317	23,054	28,306	28,286	28,444
현금성자산	7,442	5,520	7,957	7,768	7,439
매출채권	5,056	5,438	5,930	6,053	6,120
재고자산	6,558	7,750	8,774	8,590	8,773
비유동자산	29,535	36,591	33,646	34,378	34,930
투자자산	9,575	12,702	7,322	7,433	7,450
유형자산	15,852	19,647	22,066	22,737	23,321
무형자산	4,101	4,239	4,257	4,208	4,159
자산총계	196,977	209,738	220,034	227,165	234,554
유동부채	21,095	26,075	27,798	28,083	28,346
매입채무	5,445	6,625	5,852	5,912	5,934
유동성이자부채	8,688	10,100	13,171	13,039	12,909
비유동부채	14,501	16,727	17,018	17,208	17,406
비유동이자부채	9,514	11,442	11,584	11,584	11,584
부채총계	163,801	176,539	186,754	192,992	199,450
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	1,338	1,355	1,295	1,295	1,295
이익잉여금	7,774	7,599	8,460	9,353	10,285
자본조정	1,212	1,348	1,171	1,171	1,171
자기주식	-7	-7	-191	-191	-191
자본총계	33,176	33,199	33,280	34,173	35,104

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	15,423	4,831	12,394	12,933	13,812
BPS	110,440	110,214	116,590	125,711	135,221
DPS	750	750	1,200	1,200	1,200
CFPS	29,368	25,027	46,278	22,877	26,042
ROA(%)	0.6	0.2	0.4	0.4	0.5
ROE(%)	14.4	3.5	8.4	8.3	8.2
ROIC(%)	12.0	7.5	6.5	6.2	6.8
Multiples(x, %)					
PER	1.7	5.4	0.0	3.3	3.1
PBR	0.2	0.2	0.0	0.3	0.3
PSR	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
PCR	0.9	1.0	0.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	3.6	4.7	4.2	4.7	4.4
배당수익률	2.9	2.9	n/a	2.8	2.8
안정성(%)					
부채비율	493.7	531.8	561.2	564.8	568.2
Net debt/Equity	32.4	48.3	50.5	49.3	48.6
Net debt/EBITDA	288.7	404.0	416.4	370.8	352.5
유동비율	105.8	88.4	101.8	100.7	100.3
이자보상배율(배)	4.3	2.7	2.2	2.6	2.9
자산구조(%)					
투하자본	56.2	57.8	66.4	66.8	67.4
현금+투자자산	43.8	42.2	33.6	33.2	32.6
자본구조(%)					
차입금	35.4	39.4	42.7	41.9	41.1
자기자본	64.6	60.6	57.3	58.1	58.9

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 02월 14일)

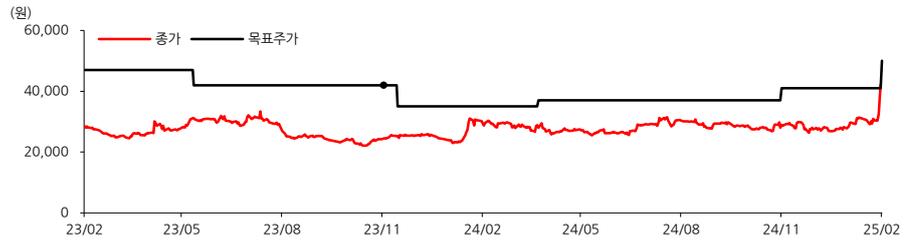
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려져 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (엄수진, 김예인)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화, 한화에어로스페이스, 한화시스템, 한화솔루션, 한화생명, 한화비전, 한화갤러리아는 당사와 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.05.25	2023.11.28	2024.04.05	2024.04.05	2024.05.22
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격	39,883	42,000	35,000	엄수진	37,000	37,000
일 시	2024.05.31	2024.06.04	2024.07.05	2024.07.26	2024.07.29	2024.08.09
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000
일 시	2024.08.23	2024.08.30	2024.11.05	2024.11.07	2024.11.14	2024.11.29
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	37,000	37,000	37,000	37,000	41,000	41,000
일 시	2024.12.27	2025.01.24	2025.02.14			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	41,000	41,000	50,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.25	Buy	42,000	-35.61	-20.48
2023.11.28	Buy	35,000	-23.05	-11.14
2024.04.05	Buy	37,000	-24.02	-15.00
2024.11.14	Buy	41,000	-29.03	2.80
2025.02.14	Buy	50,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%