



한화 (000880)

(별도 실적) 건설 영업손실 대폭 축소, 질산 증설 매출은 내년부터 온기 반영

▶ Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772 8420

Buy (유지)

목표주가(유지): 37,000원

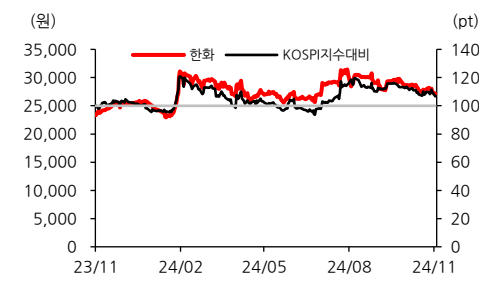
현재 주가(11/5)	26,900원
상승여력	▲ 37.5%
시가총액	20,164억원
발행주식수	74,959천주
52 주 최고가 / 최저가	31,450 / 22,950원
90 일 일평균 거래대금	41.11억원
외국인 지분율	12.3%
주주 구성	
김승연 (외 9인)	48.8%
자사주 (외 1인)	7.5%
고려아연 (외 1인)	7.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.3	-5.4	-0.2	15.5
상대수익률(KOSPI)	-6.6	-11.0	3.5	6.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	53,135	54,233	55,613	56,169
영업이익	2,412	2,400	2,787	2,900
EBITDA	3,966	4,202	4,902	5,196
지배주주순이익	380	1,188	1,767	2,152
EPS	4,831	15,838	23,530	28,751
순차입금	16,023	21,855	23,128	24,207
PER	5.4	1.7	1.1	0.9
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.7	6.0	5.4	5.3
배당수익률	2.9	4.5	4.5	4.5
ROE	3.5	10.5	14.0	14.9

주가 추이



최근 사업구조 개편 요약

지난 7월 1일을 기일로 지주회사 한화의 자체 사업 중 하나였던 모멘텀 부문이 물적분할 되어, 사명 '한화모멘텀'으로 지주회사 한화의 100% 자회사가 되었다. 종전 모멘텀 부문의 태양광 장비 사업은 7월 1일을 기일로 한화솔루션에 양도되었고, 글로벌 부문의 플랜트 사업은 역시 7월 1일을 기일로 한화오션에 양도되었으며, 건설 부문의 풍력 사업은 한화오션에 12월 1일 양도 예정이다.

한편, 지난 9월 1일을 기일로 한화 에어로스페이스가 인적분할된 뒤 9월 27일 한화 에어로스페이스 변경 상장, 신설 한화인더스트리얼솔루션즈 재상장이 있었다. 한화인더스트리얼솔루션즈는 한화비전과 한화정밀기계를 100% 자회사로 소유하고 있으며, 한화인더스트리얼솔루션즈와 한화비전은 오는 2025년 1월 합병을 앞두고 있다.

별도 3Q 매출액 1조 2,570억원(YoY -32.1%, QoQ -19.2%), 영업이익 589억원(YoY -13.9%, QoQ 흑전)

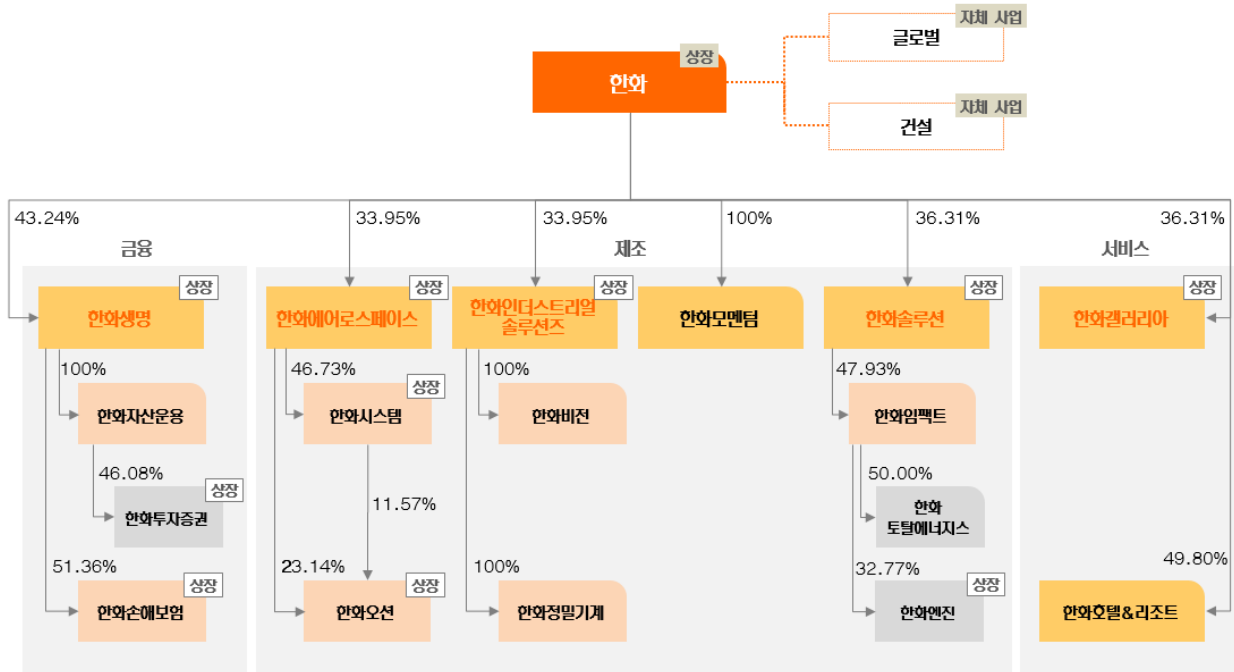
위에서 언급한 물적분할과 사업양도가 금번 분기 매출액 감소의 주 원인이며, 자체 사업인 건설 부문의 매출액 또한 전년 동기 대비 감소하여 별도 기준 매출액 감소에 영향을 미쳤다. 그러나 영업이익과 당기순이익은 전 분기와 비교했을 때 흑자전환하였다. 건설 부문 영업손실은 지난 2분기에 588억원이었으나 3분기에 34억원으로 대폭 축소되었다.

자체 사업인 글로벌 부문과 관련하여, 증설된 질산 공장은 올해 12월부터 상업 생산 예정이다. 2025년에 추가로 발생할 매출액은 1,000억 원대 초반, 영업이익률은 Low Single 수준으로 예상된다. 공장 가동률은 2025년 말까지 80% 후반대로 점진적으로 높여갈 계획이며 2026년부터는 가동률 100%를 달성할 것으로 예측된다. 질산 증설에 따른 2026년 매출액은 2천억원 수준으로 전망된다.

투자의견 BUY, 목표주가 37,000원 유지

건설 업황이 서서히 되살아나고 있다고 판단되며, 이라크 BNCP의 도급 금액 증액을 위한 계약 변경이 추진 중인 점도 긍정적으로 볼 수 있다. 글로벌 부문은 무탈하게 내년부터 온기로 질산 증설 효과를 누릴 수 있게 될 전망이다. 그러나 신사업 추진이나 신시장 진출 등 완전히 새로운 모멘텀이 단기간에 가시화될 가능성은 높지 않다.

[그림1] 한화 출자 구조 (사업구조 개편 반영)



자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

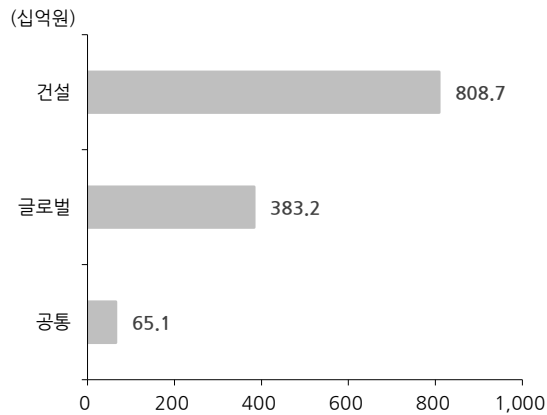
[표1] 분기별 별도 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	YoY	QoQ
매출액	758.8	799.4	767.8	1,553.9	1,580.1	1,805.3	1,850.2	1,950.8	1,652.4	1,556.5	1,257.0	-32.1%	-19.2%
영업이익	28.4	17.9	56.7	91.5	48.9	41.0	68.4	13.5	183.7	-21.7	58.9	-13.9% 흑전	
영업이익률	3.7%	2.2%	7.4%	5.9%	3.1%	2.3%	3.7%	0.7%	11.1%	-1.4%	4.7%	1.0%p	6.1%p
당기순이익	38.9	27.1	26.0	194.6	43.5	-30.7	14.7	63.2	128.0	-64.5	234.8	1501.0% 흑전	
당기순이익률	5.1%	3.4%	3.4%	12.5%	2.8%	-1.7%	0.8%	3.2%	7.7%	-4.1%	18.7%	17.9%p	22.8%p

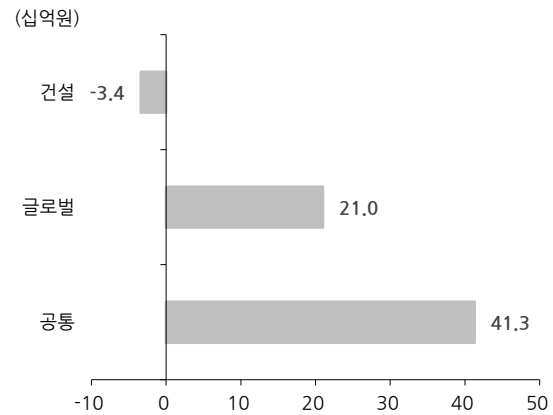
자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 3Q24 별도 매출액 구성



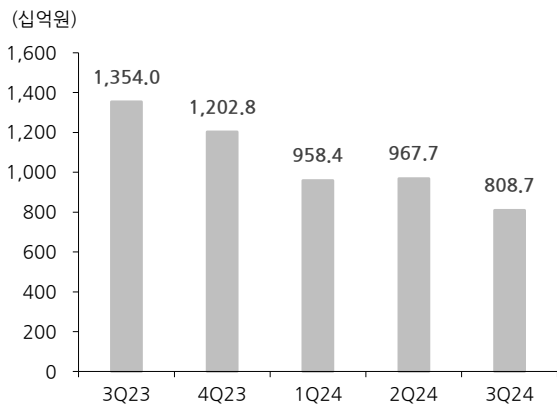
자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 3Q24 별도 영업이익 구성



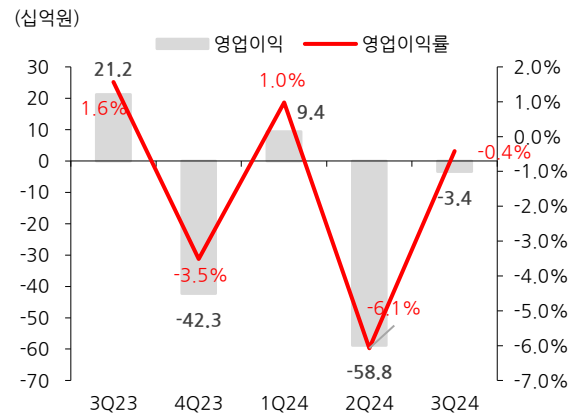
자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 3Q24 건설 부문 매출액 추이



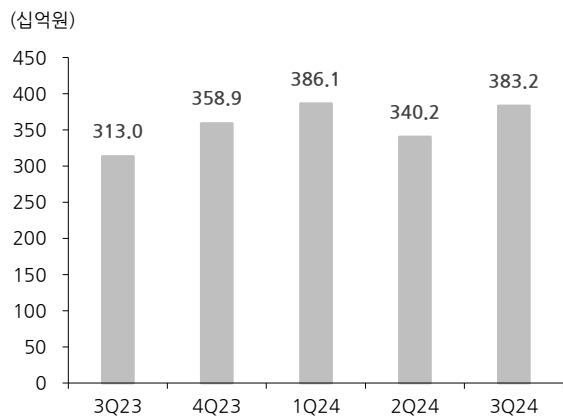
자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 3Q24 건설 부문 영업이익 추이



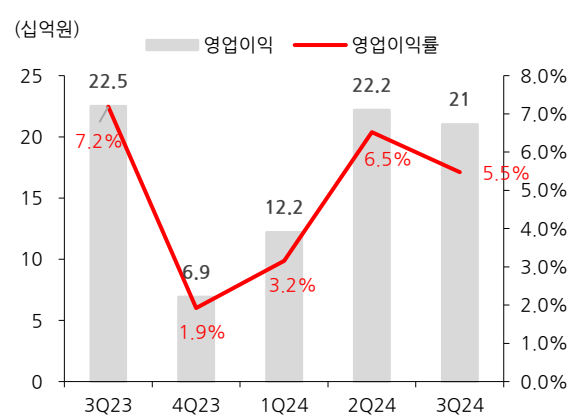
자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 3Q24 글로벌 부문 매출액 추이



자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 3Q24 글로벌 부문 영업이익 추이



자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	50,887	53,135	54,233	55,613	56,169
매출총이익	5,800	6,400	6,631	7,059	7,130
영업이익	2,370	2,412	2,400	2,787	2,900
EBITDA	3,727	3,966	4,202	4,902	5,196
순이자손익	-535	-882	-399	-408	29
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	104	20	-114	27	109
세전계속사업손익	2,134	2,247	1,867	2,427	2,956
당기순이익	2,009	1,636	1,226	1,767	2,152
지배주주순이익	1,174	380	1,188	1,767	2,152
증가율(%)					
매출액	35.9	4.4	2.1	2.5	1.0
영업이익	359.4	1.8	-0.5	16.1	4.1
EBITDA	207.5	6.4	6.0	16.7	6.0
순이익	흑전	-18.6	-25.0	44.1	21.8
이익률(%)					
매출총이익률	11.4	12.0	12.2	12.7	12.7
영업이익률	4.7	4.5	4.4	5.0	5.2
EBITDA 이익률	7.3	7.5	7.7	8.8	9.3
세전이익률	4.2	4.2	3.4	4.4	5.3
순이익률	3.9	3.1	2.3	3.2	3.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	2,406	3,793	2,690	3,776	4,025
당기순이익	2,009	1,636	1,004	1,767	2,152
자산상각비	1,357	1,554	1,801	2,115	2,296
운전자본증감	-3,992	-2,381	-3,424	570	128
매출채권 감소(증가)	-1,844	-304	-1,116	227	-65
재고자산 감소(증가)	-670	-1,054	-3,066	372	-106
매입채무 증가(감소)	-474	64	755	-248	71
투자현금흐름	-3,613	-6,668	-8,675	-4,994	-5,025
유형자산처분(취득)	-1,434	-4,132	-4,801	-4,480	-4,346
무형자산 감소(증가)	-251	-276	-237	-211	-211
투자자산 감소(증가)	-381	406	-2,802	186	-39
재무현금흐름	3,192	1,799	4,122	-991	-118
차입금의 증가(감소)	2,645	3,923	5,247	-900	0
자본의 증가(감소)	-79	-74	-247	-91	-118
배당금의 지급	-70	-74	-74	-91	-118
총현금흐름	2,875	2,450	4,101	3,205	3,896
(-)운전자본증감(감소)	591	-909	3,372	-570	-128
(-)설비투자	1,541	4,280	4,828	4,480	4,346
(+)자산매각	-145	-128	-209	-211	-211
Free Cash Flow	599	-1,049	-4,309	-915	-532
(-)기타투자	4,947	5,955	887	490	429
잉여현금	-4,348	-7,004	-5,196	-1,405	-961
NOPLAT	2,231	1,756	1,576	2,029	2,111
(+) Dep	1,357	1,554	1,801	2,115	2,296
(-)운전자본투자	591	-909	3,372	-570	-128
(-)Capex	1,541	4,280	4,828	4,480	4,346
OpFCF	1,456	-62	-4,823	234	190

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	22,317	23,054	28,534	25,976	25,290
현금성자산	7,442	5,520	5,623	3,451	2,372
매출채권	5,056	5,438	6,684	6,457	6,521
재고자산	6,558	7,750	10,956	10,583	10,689
비유동자산	29,535	36,591	40,151	43,243	46,042
투자자산	9,575	12,702	12,740	13,258	13,796
유형자산	15,852	19,647	23,151	25,754	28,040
무형자산	4,101	4,239	4,259	4,232	4,206
자산총계	196,977	209,738	224,368	231,224	239,915
유동부채	21,095	26,075	32,637	31,922	32,443
매입채무	5,445	6,625	7,307	7,059	7,129
유동성이자부채	8,688	10,100	14,658	13,758	13,758
비유동부채	14,501	16,727	18,212	18,401	18,598
비유동이자부채	9,514	11,442	12,820	12,820	12,820
부채총계	163,801	176,539	191,406	196,587	203,244
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	1,338	1,355	1,394	1,394	1,394
이익잉여금	7,774	7,599	8,713	10,389	12,423
자본조정	1,212	1,348	1,179	1,179	1,179
자기주식	-7	-7	-180	-180	-180
자본총계	33,176	33,199	32,962	34,637	36,671

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	15,423	4,831	15,838	23,530	28,751
BPS	110,440	110,214	120,270	137,382	158,155
DPS	750	750	1,200	1,200	1,200
CFPS	29,368	25,027	41,886	32,736	39,794
ROA(%)	0.6	0.2	0.5	0.8	0.9
ROE(%)	14.4	3.5	10.5	14.0	14.9
ROIC(%)	12.0	7.5	5.6	6.2	6.1
Multiples(x, %)					
PER	1.7	5.4	1.7	1.1	0.9
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	0.9	1.0	0.6	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.6	4.7	6.0	5.4	5.3
배당수익률	2.9	2.9	4.5	4.5	4.5
안정성(%)					
부채비율	493.7	531.8	580.7	567.6	554.2
Net debt/Equity	32.4	48.3	66.3	66.8	66.0
Net debt/EBITDA	288.7	404.0	520.2	471.8	465.9
유동비율	105.8	88.4	87.4	81.4	78.0
이자보상배율(배)	4.3	2.7	5.3	6.0	n/a
자산구조(%)					
투하자본	56.2	57.8	63.2	66.8	68.8
현금+투자자산	43.8	42.2	36.8	33.2	31.2
자본구조(%)					
차입금	35.4	39.4	45.5	43.4	42.0
자기자본	64.6	60.6	54.5	56.6	58.0

[Compliance Notice](공표일: 2024년 11월 05일)

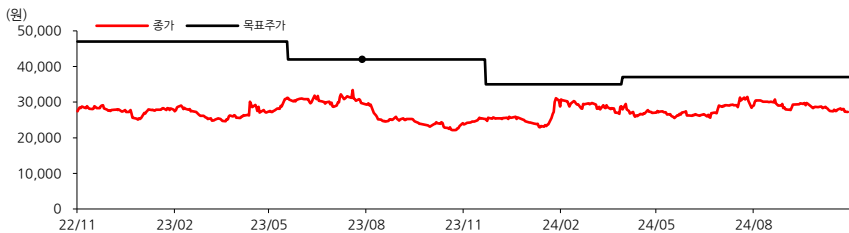
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (엄수진, 김예인)

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

한화는 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에 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 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	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
일시	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
일시	2024.08.23	2024.08.30	2024.11.05			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	37,000	37,000	37,000			

[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		

[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 추정에 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 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중](기준일: 2024년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%