

한화 (000880)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 강순건

02 3770 5598
sungeon.kang@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	38,000원 (M)
현재주가 (2/28)	26,950원
상승여력	41%

시가총액	23,565억원
총발행주식수	97,910,029주
60일 평균 거래대금	37억원
60일 평균 거래량	134,504주
52주 고	32,550원
52주 저	23,250원
외인지분율	18.02%
주요주주	김승연 외 11 인 43.61%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.8)	(4.8)	(11.2)
상대	(2.0)	(5.0)	(0.7)
절대(달러환산)	(11.3)	(3.5)	(19.3)

4Q22 리뷰: 사업 재편 완료. 외형 성장 기대

한화솔루션·한화생명 수익성 저하로 연결 영업이익 감소

(주)한화의 4Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 17조원(+23% YoY), 2,137억원(-71% YoY)을 기록했다. 연결 영업이익률은 5.3%(4Q21) → 1.3%(4Q22)로 악화됐는데, 한화솔루션, 한화생명 등의 적자확대에 기인한다.

별도 매출액은 1.55조원(+28% YoY), 영업이익은 915억원(+38.0% YoY)을 기록했다. 영업이익률은 5.5%(4Q21) → 5.9%(4Q22)로 높아졌다. 회사 측 설명에 따르면 글로벌 부문에서 일회성 이익이 발생했고, 건설 부문에서 대형 프로젝트 매출 증가에 따른 수익성 개선 효과가 반영됐다.

건설 합병은 2022년 11월 1일, 방산 분할은 2022년 11월 2일자로 각각 진행됐으며, 이에 따라 건설과 방산 부문의 2개월 간 실적이 4Q22에 반영됐다. 방산 부문은 따로 영업이익 수치를 제공하지 않으나, 통상적으로는 건설 부문 영업이익의 약 절반 수준을 기록했다. 따라서 2023년 별도 부문 영업이익은 2022년에 비해 증가할 것으로 전망된다.

사업 재편 완료. 외형 성장 기대

2022년 11월 1일자로 (주)한화와 한화건설 합병이 완료됐다. 11월 2일에는 방산 부문 분할 후 11월 30일에 방산 부문은 한화에어로스페이스로 매각됐다. 방산 부문의 매각가는 7,860억원이다. 2023년 1월 3일에는 한화에어로스페이스로부터 한화정밀기계 사업을 5,250억원에 인수완료했다.

방산 부문 매각에 따른 외형 축소는 한화건설 합병으로 상쇄될 전망이다. 2022년 말 기준 한화건설의 수주 잔고는 16.2조원을 기록하고 있으며, 신규 수주 규모는 4.6조원(2022년) → 5.6조원(2023년)으로 목표를 높인 상황이다.

목표주가 3.8만원. 투자의견 Buy 유지

①한화생명 지분 43.2% 반영, ②한화정밀기계, 고려아연 지분 가치 등 추가 반영, ③수익가치(건설 부문, 방산 부문) 조정, ④순차입금 및 투자부동산 수치 조정, ⑤자사주 교환에 따른 주식수 조정 등을 반영하여, 주당 NAV를 38,600원으로 산출했다. 긍정적인 부문은 ①구조개편 이후 차입금/EBITDA 비율이 10배에서 7배 이하 수준으로 하락할 전망이며, 재무구조 개선과 현금흐름 창출 능력 개선으로 중장기적인 성장 기반을 마련하게 되는 효과가 나타날 전망이다. ②수익성이 양호한 한화건설과의 합병으로 별도 부문의 수익성 개선 효과를 기대한다. ③한화에어로스페이스와 한화그룹의 비상장 계열사 중심으로 대형 M&A 작업이 추진되고 있으며, 이는 향후 브랜드 수수료 확대의 형태로 (주)한화 실적에 기여할 것으로 전망된다.

[표-1] ㈜한화 NAV

(단위: 억원)

	시가총액	지분율	가치	비고
한화솔루션	79,572	36.3%	28,893	
한화생명보험	25,752	43.2%	11,135	
한화에어로스페이스	45,061	34.0%	15,298	
한화호텔앤드리조트	2,192	50%	2,192	
기타			9,724	고려아연, 한화정밀 포함
투자자산가치 합계			47,069	
수익가치			14,580	EV/EBITDA 4.5X
투자부동산			1,715	장부가
순차입금			34,839	
NAV			28,525	
주식 수(천주)			73,827	자사주 113만주 제외
주당 NAV(원)			38,638	

자료: 유안타증권 리서치센터

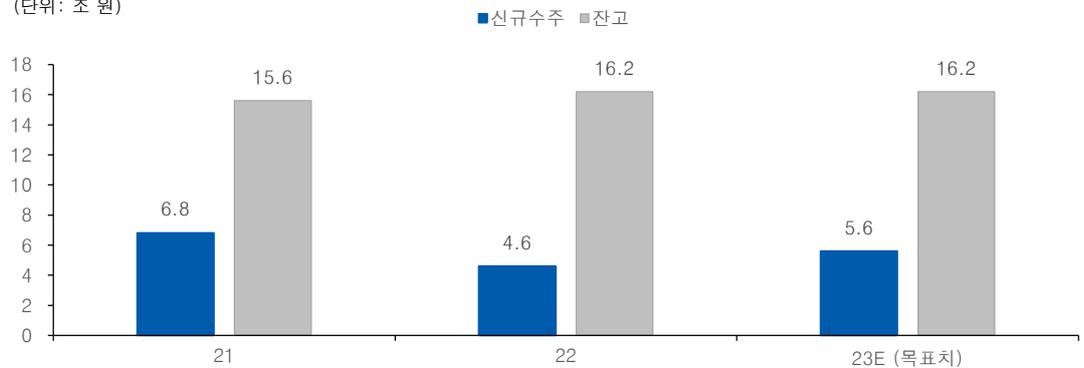
[표-2] ㈜한화의 연결 및 별도 실적 요약

(단위: 십억원)

	4Q21	3Q22	4Q22	YoY	QOQ	컨센서스	컨센서스 대비
연결기준							
매출액	13,904	16,841	17,099	23.0%	1.5%	16,737	2.2%
영업이익	737	921	214	-71.0%	-76.8%	1,102	-80.6%
영업이익률	5.30%	5.47%	1.25%	-4.05%	-4.22%	6.58%	-5.3%
지배순이익	122	544	75	-38.5%	-86.2%		
별도기준							
매출액	1,214	768	1,554	28.0%	102.4%		
영업이익	66	57	92	38.0%	61.4%		
영업이익률	5.44%	7.42%	5.92%	0.48%	-1.50%		
당기순이익	26	26	194	646.2%	646.2%		

[그림-1] 국내 수주잔고 (건설)

(단위: 조 원)



자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[표-3] (주)한화의 자체 사업 포트폴리오

		글로벌	모멘텀	건설
성장	친환경	친환경 에너지원 (수소, 암모니아, 질산유도체 등)	친환경 에너지 공정장비 (태양광, 이차전지 등)	친환경 인프라 개발 (풍력, 수처리 등)
	고부가(반도체/IT)	고부가 첨단 소재 (실리콘가스, 불산 등)	반도체 공정장비 (반도체 전/후공정 등)	IT 융합 스마트 인프라 개발 (주택 및 복합개발 고도화)
성숙사업	Stable Margin	인프라솔루션 (전자뇌관)	스마트 자동화 솔루션 (디스플레이, 클린물류, 공장자동화 등)	소셜 인프라 개발 (주택, 복합개발 등)

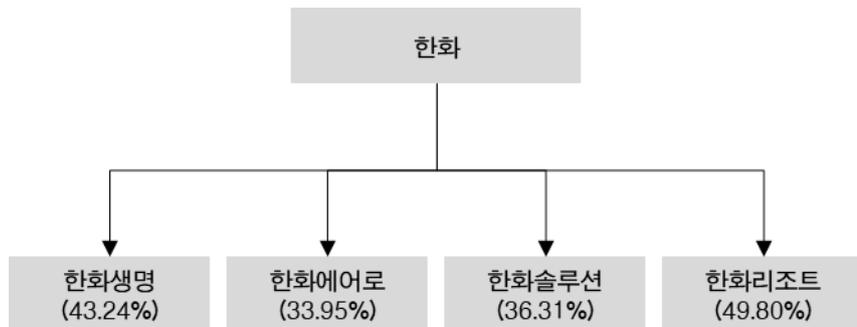
자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[그림-2] 한화 그룹 사업구조 개편



자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[그림-3] 한화 지배구조 (사업구조 개편 후)



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 모멘텀 및 그린비즈니스 관련 사업 업데이트

사업 현황 공유 관련

- 가능한 이른 시간 내에 공시를 해 소통을 할 예정. 현재 글로벌 부문, 모멘텀 부문, 건설 부문에서 각각 사업을 추진 중에 있으며 최대한 빨리 과실을 볼 수 있도록 할 것.

건설 부문 관련 업데이트

- 건설 부문의 그린 인프라 디벨로퍼가 되기 위한 2 개의 축이 풍력발전과 하수처리. 현재 하수처리에서 기술력을 인정받고 있으며, 하수 슬러지 수소 발생 기술도 소지하고 있다. 하수처리의 경우 대전하수처리장 관련하여 언론에 배포된 바와 같이 소기의 성과를 거둔 바가 있다.

모멘텀 부문 관련 업데이트

- 모멘텀 부문의 경우 유럽과 미국을 중심으로 태양광에 대한 투자가 늘어나고 있어 이 부분과 관련하여 수혜가 늘어나고 있다.

유안타 ESG Tearsheet



지주, 화장품, 음식료, 유통 산업내 순위	17위(52개 기업 중)	ESG 평가 기업	한화
Total ESG 점수	+5점	ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
E (Environment)	+1점	Bloomberg Ticker	000880 KS
S (Social)	-1점	Industry	지주
G (Governance)	+1점	Analyst	최남곤
Qualitative	+4점	Analyst Contact	namkon.choi@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
한화	1	-1	1	1
SK	-2	-1	1	-2
LG	0	1	1	2
두산	2	-1	-1	0
평균	1	2	1	4

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 한화 포함 52개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

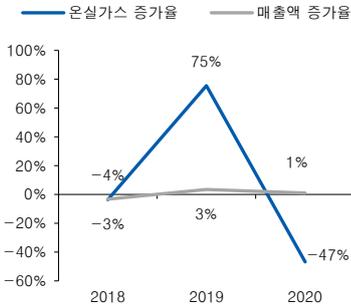
+3	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원(2021): ESG 평가 통합등급 A (환경 A, 사회 A+, 지배구조 A)
+1	동반성장위원회(2020): 동반성장지수 우수 등급
+1	환경부 녹색기업 지정
+1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	대표이사, 이사회 의장 겸임으로 이사회 독립성 결여
	ESG 위원회 도입
	분산탄 사업 완전 분리 매각

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
ESG Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준

▶ 온실가스 증가율 < 매출증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

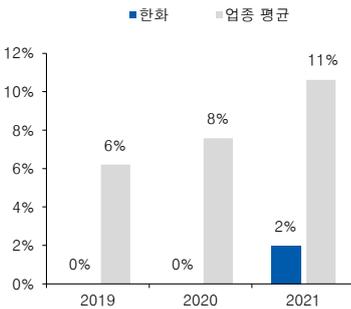
데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

Social

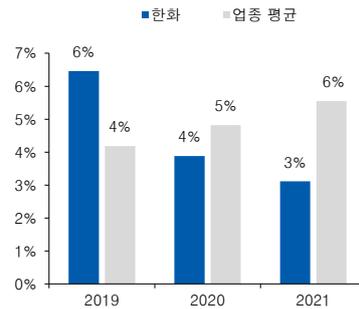
여성임원비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

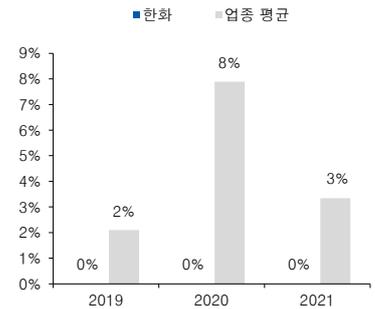
계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

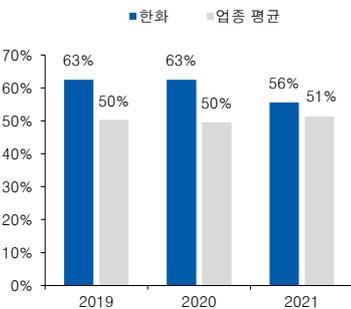


주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

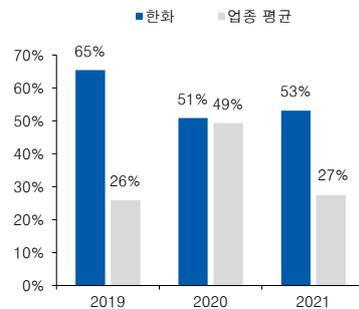
사외이사 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

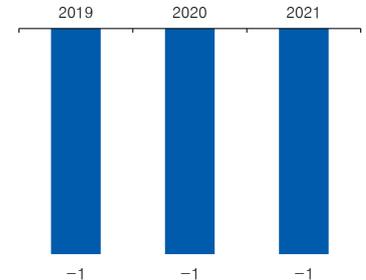
배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 배당성향 업종평균 대비 상위 = +1점

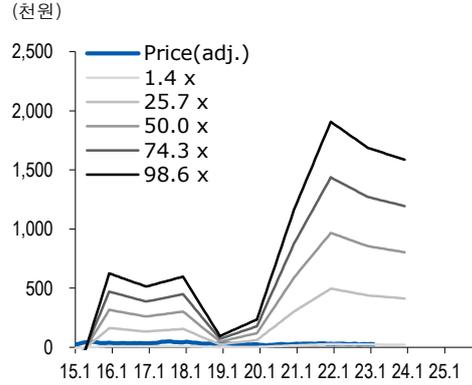
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



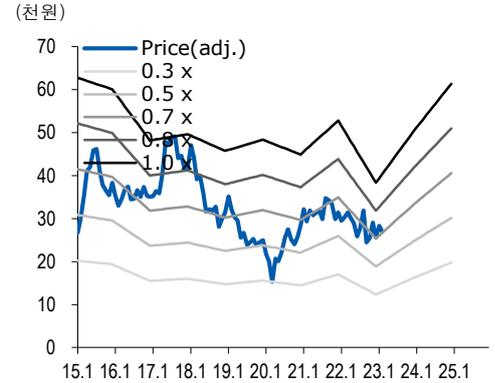
주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1

▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

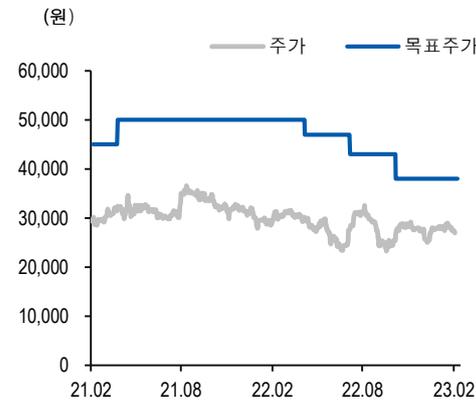
P/E band chart



P/B band chart



한화 (000880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-03-02	BUY	38,000	1년		
2022-11-01	BUY	38,000	1년		
2022-08-01	BUY	43,000	1년	-34.90	-24.30
2022-05-02	BUY	47,000	1년	-42.93	-36.28
2022-04-20	1년 경과 이후		1년	-39.97	-38.40
2021-04-20	BUY	50,000	1년	-36.56	-26.80
2021-03-02	BUY	45,000	1년	-29.57	-18.67

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)	0.6
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	6.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-02-26

※해의 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: 최남곤)
- 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 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.