2025-05-08

한화 (000880/KS)

연간 자체 현금흐름 개선 전망

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 59,000 원(상향)
현재주가: 48,750 원
상승여력: 21.0%

1Q25: 매출감소에도 수익성 개선

한화 1Q25 별도 실적은 매출액 1 조 1,025 억원 (-33.3% 이하 YoY), 영업이익 1,518 억원(-17.3%, OPM: 13.8%)이다. 건설부문에서 대형프로젝트 준공 및 플랜트 사업부문 양도에 따른 매출감소와 한화생명 무배당 영향으로 매출이 부진했으며, 한화에어로스페이스 배당증가, 건설부문 원가율 개선 등의 영향으로 영업이익률은 전년동기 대비 2.7%p 개선되었다.

25 년 자체 현금흐름 개선 전망

한화의 25 년 자체사업 실적이 개선될 전망이다. 건설부문에서는 원가율 개선 효과가 유지되는 가운데 연내 이라크 BNCP 공사재개가 예상된다. 1 분기말 수주잔고 9.2 조원으로 공사기간은 2032 년말까지이다. 관련 미수금 5.2 억불의 경우 25 년 상반기와 하반기 각각 1.1 억불씩 수취할 예정이며, 3 억불은 이라크 국무회의 의결 이후 나누어 지급받게 된다. 글로벌부문에서는 하반기부터 여수 질산공장 제품이 생산 개시될 예정으로 올해 700 억원 수준의 매출 발생이 예상된다. 2 분기 한화에어로스페이스는 기업가치 제고계획을 발표할 예정인데 배당이 확대된다면 한화생명의 배당재개 불확실성을 고려한다고 하더라도 한화 자체 현금흐름이 개선될 것이다. 이에 한화에어로스페이스 유상증자 대금 6,035 억원 조달에도 무리가 없을 것으로 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 59,000 원(상향)

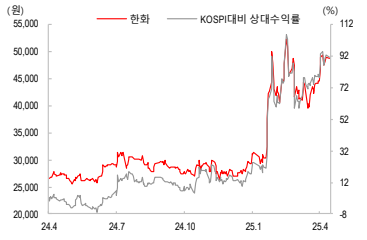
한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 건설부문 원가율 개선 및 이라크 BNCP 공사재개, 글로벌부문 여수 질산공장 제품생산 개시에 따라 하반기 자체사업 실적개선이 예상되기 때문이다. 또한 한화에어로스페이스 배당 및 자회사 매출증대에 따른 브랜드 라이선스 매출 확대 가능성도 높아 25 년 자체 현금흐름 개선 가능성이 높다. 목표주가는 주요 상장자회사 주가 상승분을 반영하여 기존 54,000 원에서 59,000 원으로 상향한다.

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

Company Data	
발행주식수	7,496 만주
시가총액	3,654 십억원
주요주주	
한화에너지(외7)	55.85%
자사주	7.45%

Stock Data	
주가(25/05/07)	48,750 원
KOSPI	2,573.80 pt
52주 최고가	52,300 원
52주 최저가	25,550 원
60일 평균 거래대금	40 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	50,887	53,135	55,647	67,700	74,638	79,176
영업이익	십억원	2,370	2,412	2,416	3,156	3,516	4,009
순이익(지배주주)	십억원	1,174	380	773	1,072	1,232	1,430
EPS	원	11,995	3,886	8,174	11,333	13,025	15,117
PER	배	2.1	6.6	3.3	4.3	3.7	3.2
PBR	배	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	배	9.5	33.7	39.5	30.6	28.2	25.5
ROE	%	14.4	3.5	7.2	9.6	10.0	10.6

한화 목표주가 산정 (단위: 억원)

구분	내용	비고
자회사 지분가치	65,842	66% 할인
브랜드 가치	14,584	24 년 브랜드 수수료에 8 배 적용
자체사업 가치	4,869	멀티플 8 배 적용
순차입금	36,093	4Q24 별도 기준
우선주 가치(차감)	4,340	
적정 시가총액	44,863	
발행주식수	74,958,735	
적정주가	59,850	
목표주가	59,000	
현재주가	48,750	
상승여력	21.0%	

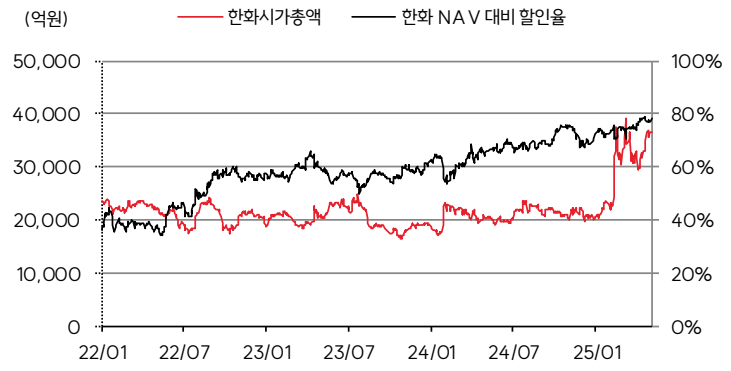
자료: SK 증권

한화 자회사 지분가치 (단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	한화솔루션	52,341	36.3%	12,735	19,007
	한화생명	22,669	43.2%	14,491	9,801
	한화에어로스페이스	405,672	34.0%	7,344	137,732
	한화비전	30,394	34.0%	908	10,319
	한화갤러리아	2,330	36.3%	1,436	846
	한화자사주	36,542	7.4%		2,722
비상장사	한화호텔앤드리조트		48.9%	2,491	2,491
	기타 자회사			10,736	10,736
자회사 가치 합계				50,142	193,654

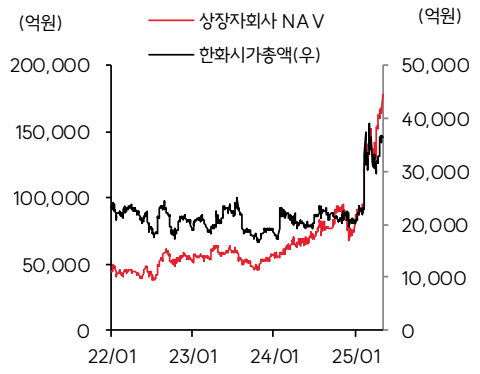
자료: SK 증권

한화 NAV 대비 할인율 추이



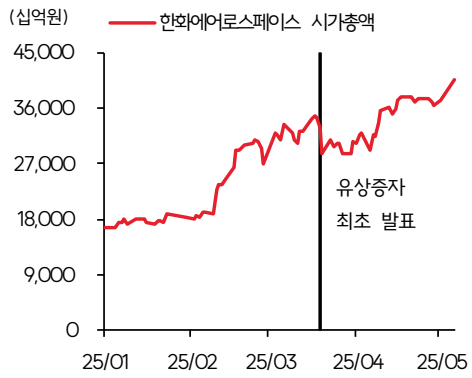
자료: SK 증권

한화 상장자회사 NAV 추이



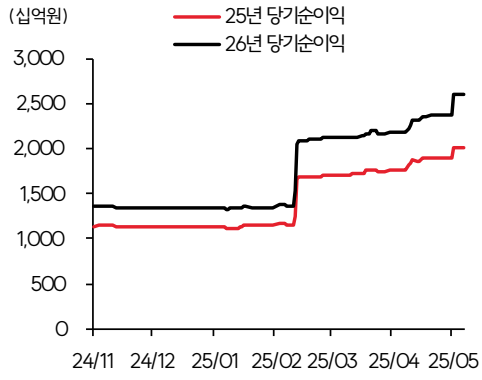
자료: SK 증권

한화에어로스페이스 유상증자 발표 전후 시가총액



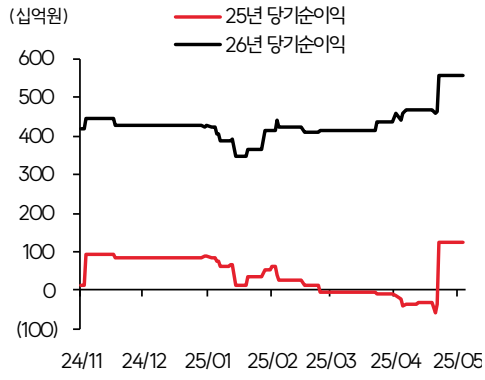
자료: Quantiwise, SK 증권

한화에어로스페이스 순이익 컨센서스 추이



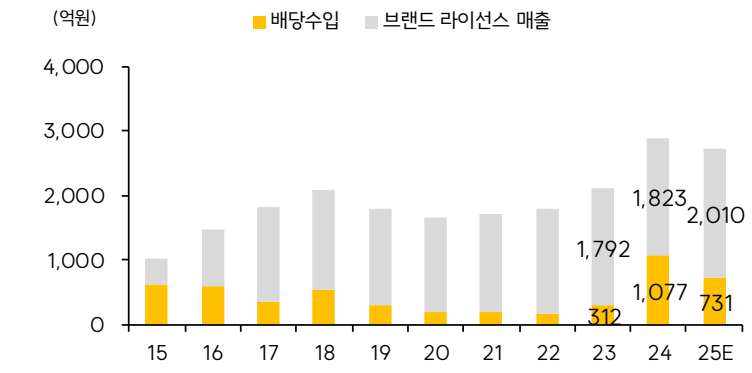
자료: FnGuide, SK 증권

한화솔루션 순이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, SK 증권

한화 연도별 배당수입 및 브랜드 라이선스 매출 추이



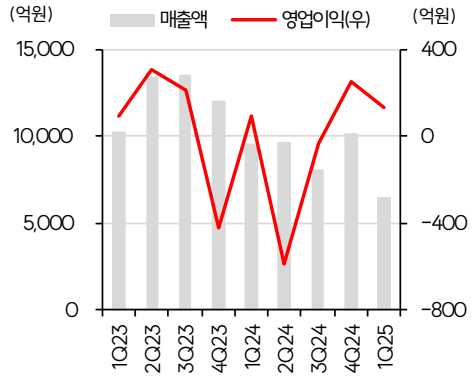
자료: 한화, SK 증권

한화 별도기준 실적추이 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
매출	**1,652.4**	**1,556.5**	**1,257.0**	**1,416.6**	**1,211.2**
건설	958.4	967.7	808.7	1,013.0	653.6
글로벌	386.1	340.2	383.2	330.5	414.6
모멘텀	119.9	201.8	123.0		
공통	188.0	46.8	65.1	51.3	143.0
영업이익	**183.7**	**-21.7**	**58.9**	**87.6**	**151.8**
건설	9.4	-58.8	-3.4	25.6	13.0
글로벌	12.2	22.2	21.0	13.8	10.7
모멘텀	-8.2	-6.6	3.8		
공통	170.3	21.4	41.3	20.7	128.2

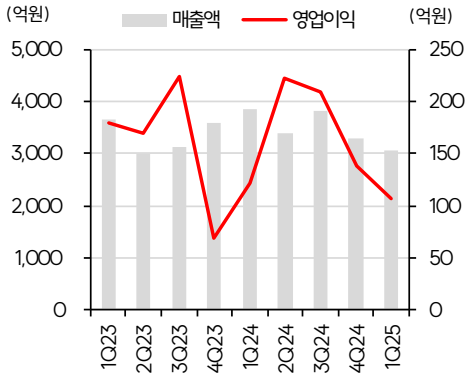
자료: 한화, SK 증권

한화 건설부문 실적추이



자료: 한화, SK 증권

한화 글로벌 부분 실적추이



자료: 한화, SK 증권

한화 분기별 연결실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024A	2025E	2026E
매출액	12,435	12,993	12,218	17,995	15,507	15,665	16,204	20,325	55,642	67,700	74,638
영업이익	236	529	525	1,129	518	655	721	1,261	2,419	3,156	3,516
영업이익률	1.9%	4.1%	4.3%	6.3%	3.3%	4.2%	4.4%	6.2%	4.3%	4.7%	4.7%

자료: 한화, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	60,512	83,191	81,239	85,789	90,771
현금및현금성자산	8,529	8,844	16,775	19,310	21,973
매출채권 및 기타채권	7,836	10,722	9,303	10,055	10,921
재고자산	7,750	13,350	13,368	14,449	15,694
비유동자산	149,227	168,846	170,190	168,335	166,479
장기금융자산	107,710	115,468	115,468	115,468	115,468
유형자산	22,994	31,755	33,421	31,887	30,353
무형자산	4,982	10,586	10,265	9,943	9,622
자산총계	209,738	252,037	251,429	254,123	257,250
유동부채	40,441	58,787	56,108	56,984	57,993
단기금융부채	19,364	27,251	27,251	27,251	27,251
매입채무 및 기타채무	5,949	8,019	10,829	11,705	12,713
단기충당부채	342	745	745	745	745
비유동부채	136,099	153,688	153,688	153,688	153,688
장기금융부채	127,579	145,209	145,209	145,209	145,209
장기매입채무 및 기타채무	904	1,066	1,066	1,066	1,066
장기충당부채	561	962	962	962	962
부채총계	176,539	212,475	209,796	210,672	211,680
지배주주지분	10,791	10,714	11,714	12,869	14,217
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	1,793	1,793	1,793
기타자본구성요소	81	-71	-71	-71	-71
자기주식	-7	-133	-133	-133	-133
이익잉여금	7,599	8,131	9,131	10,286	11,634
비지배주주지분	22,408	28,848	29,919	30,583	31,352
자본총계	33,199	39,562	41,633	43,451	45,569
부채와자본총계	209,738	252,037	251,429	254,123	257,250

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	53,135	55,647	67,700	74,638	79,176
매출원가	46,735	48,724	59,138	65,205	69,168
매출총이익	6,400	6,923	8,563	9,434	10,008
매출총이익률(%)	12.0	12.4	12.6	12.6	12.6
판매비와 관리비	3,988	4,507	5,407	5,918	5,998
영업이익	2,412	2,416	3,156	3,516	4,009
영업이익률(%)	4.5	4.3	4.7	4.7	5.1
비영업손익	-165	-348	-540	-1,200	-1,320
순금융손익	-897	-1,177	-8,042	-8,039	-8,034
외환관련손익	43	83	0	0	0
관계기업등 투자손익	49	23	0	0	0
세전계속사업이익	2,247	2,068	2,616	2,316	2,689
세전계속사업이익률(%)	4.2	3.7	3.9	3.1	3.4
계속사업법인세	611	378	472	421	490
계속사업이익	1,636	1,690	2,143	1,895	2,199
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	1,636	1,690	2,143	1,895	2,199
순이익률(%)	3.1	3.0	3.2	2.5	2.8
지배주주	380	773	1,072	1,232	1,430
지배주주귀속 순이익률(%)	0.7	1.4	1.6	1.7	1.8
비지배주주	1,255	917	1,072	663	770
총포괄이익	1,282	278	2,143	1,895	2,199
지배주주	-45	-146	699	618	717
비지배주주	1,327	424	1,444	1,277	1,482
EBITDA	3,966	4,018	5,011	5,371	5,865

현금흐름표

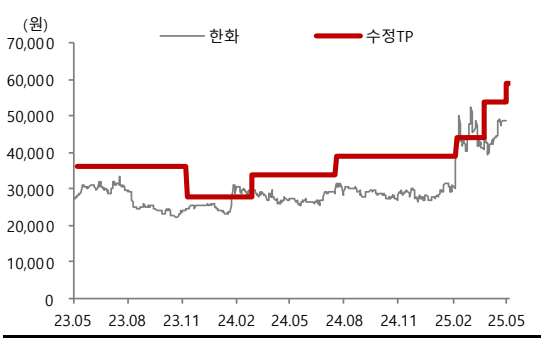
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	3,793	6,881	8,689	8,761	8,920
당기순이익(손실)	1,636	1,690	2,143	1,895	2,199
비현금성항목등	1,426	1,122	10,312	10,259	10,323
유형자산감가상각비	1,319	1,369	1,534	1,534	1,534
무형자산상각비	235	233	321	321	321
기타	-128	-480	8,456	8,403	8,468
운전자본감소(증가)	-2,381	-420	-1,278	-958	-1,103
매출채권및기타채권의감소(증가)	-304	-1,277	1,419	-752	-866
재고자산의감소(증가)	-1,054	-1,725	-18	-1,081	-1,245
매입채무및기타채무의증가(감소)	64	-106	-2,679	876	1,008
기타	2,084	4,145	-2,961	-2,856	-2,989
법인세납부	-1,029	-344	-472	-421	-490
투자활동현금흐름	-6,668	-14,049	-3,136	63	63
금융자산의감소(증가)	406	-8,758	0	0	0
유형자산의감소(증가)	-4,132	-5,282	-3,200	0	0
무형자산의감소(증가)	-276	-272	0	0	0
기타	-2,666	263	64	63	63
재무활동현금흐름	1,799	7,179	-6,104	-6,109	-6,113
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	3,923	7,269	0	0	0
자본의증가(감소)	17	423	0	0	0
배당금지급	-74	-74	-72	-77	-81
기타	-2,067	-440	-6,032	-6,032	-6,032
현금의 증가(감소)	-1,067	316	7,931	2,535	2,662
기초현금	9,596	8,529	8,844	16,775	19,310
기말현금	8,529	8,844	16,775	19,310	21,973
FCF	-339	1,599	5,489	8,761	8,920

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	4.4	4.7	21.7	10.2	6.1
영업이익	1.8	0.2	30.6	11.4	14.0
세전계속사업이익	5.3	-7.9	26.5	-11.5	16.1
EBITDA	6.4	1.3	24.7	7.2	9.2
EPS	-67.6	110.3	38.6	14.9	16.1
수익성 (%)					
ROA	0.8	0.7	0.9	0.7	0.9
ROE	3.5	7.2	9.6	10.0	10.6
EBITDA마진	7.5	7.2	7.4	7.2	7.4
안정성 (%)					
유동비율	149.6	141.5	144.8	150.5	156.5
부채비율	531.8	537.1	503.9	484.8	464.5
순차입금/자기자본	327.8	322.3	287.2	269.4	251.0
EBITDA/이자비용(배)	4.4	3.4	0.6	0.7	0.7
배당성향	19.4	9.3	7.1	6.6	6.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,886	8,174	11,333	13,025	15,117
BPS	110,284	114,712	125,282	137,496	151,756
CFPS	19,754	25,116	30,955	32,647	34,739
주당 현금배당금	750	800	850	900	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	6.6	3.3	4.3	3.7	3.2
PBR	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
PCR	1.3	1.1	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	33.7	39.5	30.6	28.2	25.5
배당수익률	2.9	3.0	1.7	1.8	2.0

자료 : 한화, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.05.08	매수	59,000원	6개월		
2025.04.01	매수	54,000원	6개월	-17.78%	-8.89%
2025.02.13	매수	44,000원	6개월	1.89%	18.86%
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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 05 월 08 일 기준)

매수	97.48%	중립	2.52%	매도	0.00%