한화 (000880)

Analyst 김한이 haneykim@hmsec.com

별도기준 실적 발표. 점진적 증가를 기대

BUY **TP 108,000원**

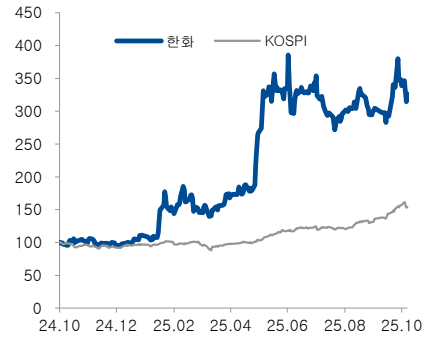
현재주가 (11/6)	92,100원
상승여력	17.3%
시가총액	6,904십억원
발행주식수	74,959천주
자본금/액면가	474십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	108,800원/26,300원
일평균 거래대금 (60일)	29십억원
외국인 지분율	17.79%
주요주주 지분율	
한화에너지외 7인	55.85%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	7.2	1.2	88.3
상대주가(%p)	-5.5	-19.6	19.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	9,169	13,656	108,000
After	5,749	11,794	108,000
Consensus	6,236	9,225	115,333
Cons. 차이	-7.8%	27.8%	-6.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 투자의견 BUY, TP 10.8만원 유지. 변동된 NAV에 할인율 57%를 기준으로 TP를 유지함. NAV할인율의 7월 전저점 수준. 직전 보고서보다 소폭 높은 수준인데, 별도기준 실적 기대요인이 완만하게 반영되고 있음을 감안한 수치
- 시장 상승과 함께, 본업의 실적 개선 확인하며 점진적으로 재평가될 것으로 기대함. 현 NAV는 17.8조원으로 영업가치 1.1조원, 상장지분 19.9조원, 비상장자회사 1.3조원, 자기주식 0.5조원, 순차입금 4.9조원, 현재 NAV 대비 할인율은 61.2%
- 3Q25 별도실적 발표. 매출 1.08조원으로 전분기대비 4.8%, 전년동기대비 14% 감소. 영업이익은 650억원으로 전년동기대비 10% 증가했으나 일회성 이익 요인이 있었던 전분기대비 50% 감소한 수준
- 건설부문, 이라크 BNCP 3만 세대 3분기 준공 완료했고 국무회의 승인 후 7만 세대에 대한 공사 재개 준비 예정. 글로벌 부문은 40만톤 CAPA의 여수 질산 공장 9월 준공 완료, 외부판매를 통한 수익 기반 강화 기대. 2026년 가동률 높아지면 매출 기여도 생겨날 것으로 전망

주요 이슈 및 실적 전망

- 건설부문 매출 7,040억원(-5% QoQ, -13% YoY). 전년도 주요 공동주택 사업 준공의 역기저로 매출 감소했으나 영업이익은 189억원으로 전년동기 대비 흑전
- 건설부문 3Q25 OPM은 2.7%, 원가율 개선으로 흑자 전환한 것으로 제시됨. 일회성 이익 있었던 2분기를 제외하고도 금년 분기별 2% 이상을 기록하는 중
- 건설부문 이라크 BNCP 3만세대 준공 완료, 이라크 국무회의 승인 후 7만세대 공사 재개 준비 예정. 기다림이 일부 길어지고 있는 상황. 25F 연간 매출은 3.2조원(-15%)으로 감소 전망, 영업이익은 원가율 개선과 전분기 일회성 이익 등에 기반하여 1,340억원(흑전)으로 증가 예상. 과거 GPM 두자릿수 상회했던 사업인만큼 점진적 실적 견인 역할 기대
- 글로벌부문 매출 3,135억원(-5% QoQ, -18% YoY), 영업이익 138억원(+97% QoQ, -34% YoY). 여수 공장 4분기 가동 예정이나 YTD 실적 감안 시 25F 연간 매출은 1.3조원(-10%), 영업이익 410억원(-40%)으로 감소 예상. 내년 가동률 확대에 따른 개선폭 점검 필요
- 25F 주요 자회사로부터의 배당수입과 브랜드 라이선스 매출은 합산 2,739억원 예상. 과거 재배당률 20~40% 수준으로 안정적인 주주환원을 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	53,135	2,412	380	3,966	4,831	-68.7	5.3	0.2	33.6	3.5	2.9
2024	55,647	2,416	773	4,018	10,090	108.9	2.7	0.2	39.4	7.2	3.0
2025F	74,625	4,551	449	8,769	5,749	-43.0	16.0	0.8	8.7	4.1	0.9
2026F	81,731	6,634	902	10,365	11,794	105.1	7.8	0.7	7.7	7.8	0.9
2027F	86,167	7,773	1,112	11,132	14,596	23.8	6.3	0.7	7.5	8.9	0.9

* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 분기 실적 추이

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY
매출액	1,652	1,557	1,257	1,417	1,103	1,130	1,076	-4.8	-14.4
(배당수익제외)	1,507	1,554	1,254	1,406	1,009	1,125	na		
글로벌	386	340	383	331	306	330	314	-4.9	-18.2
건설	958	968	809	1,010	654	738	704	-4.6	-12.9
그 외	188	47	65	76	143	63	59	-7.1	-10.0
(배당수익)	146	2	3	10	94	6	na		
영업이익	184	-22	59	87	152	130	65	-49.9	10.4
(배당수익제외)	38	-24	56	77	58	124	na		
-글로벌	12	22	21	14	11	7	14	97.1	-34.3
-건설	9	-59	-3	26	13	83	19	-77.2	흑전
-그외	162	15	41	48	128	40	32	-18.8	-21.8
OPM									
-글로벌	3.2%	6.5%	5.5%	4.2%	3.5%	2.1%	4.4%	2.3%	-1.1%
-건설	1.0%	-6.1%	-0.4%	2.5%	2.0%	11.2%	2.7%	-8.6%	3.1%

자료: 한화, 현대차증권

〈그림2〉 NAV 산출

(십억원, %, 원)	지분율	시가총액	평가금액	비중	
영업가치			**1,075**	**6.0**	**평가금액 유지. 24A EBITDA 3.2x 수준**
별도 EBITDA			1,075	6.0	(배당수익, 건설 일회성이익 제외)
상장 자회사			**19,857**	**111.7**	**전일종가**
한화솔루션	36.3%	4,744	1,723	9.7	
한화생명	43.2%	2,719	1,175	6.6	
한화에어로	32.2%	50,017	16,097	90.6	
한화비전	34.0%	2,317	787	4.4	
한화갤러리아	36.3%	205	74	0.4	
비상장자회사			**1,259**	**7.1**	**직전 장부가액**
한화호텔&리조트	50.6%		249	1.4	
기타비상장			1,010	5.7	
자기주식	**7.4%**	**6,904**	**514**	**2.9**	
순차입금			**4,934**	**-27.8**	**직전분기 별도 + 2025.7 한화에어로 증자대금 가산**
NAV(십억원)			**17,771**	**100.0**	

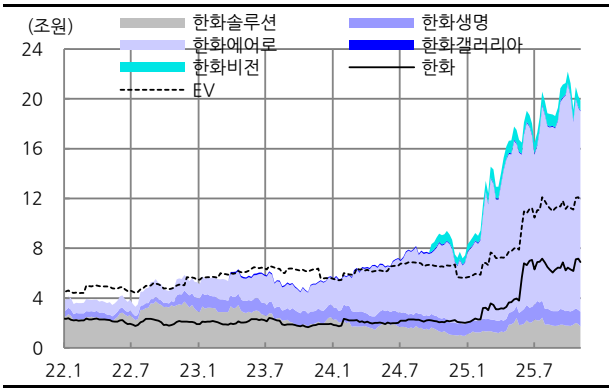
자료: 한화, 현대차증권

<그림3> Daily 시가총액과 NAV

자료: 현대차증권

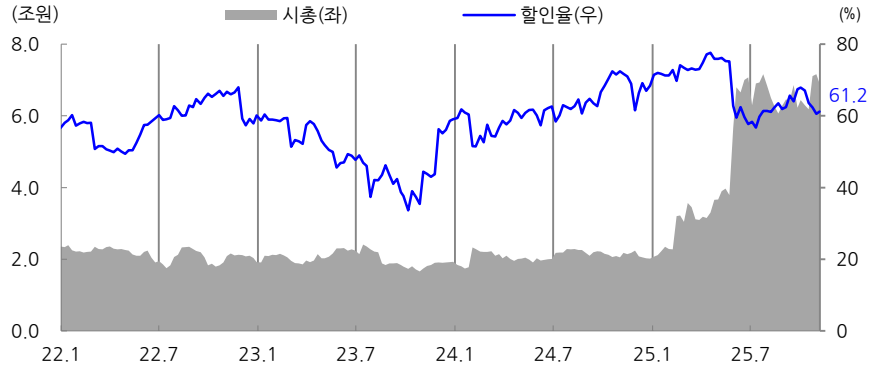
주: ◆ = 영업가치 변동에 따른 NAV 급등락

<그림4> Daily 시가총액과 상장지분가치, EV



자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림5> Daily NAV 대비 할인율 추이 (2024.11~)



자료: 한화, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	53,135	55,647	74,625	81,731	86,167
증가율 (%)	4.4	4.7	34.1	9.5	5.4
매출원가	46,735	48,724	64,449	68,675	71,763
매출원가율 (%)	88.0	87.6	86.4	84.0	83.3
매출총이익	6,400	6,923	10,176	13,056	14,404
매출이익률 (%)	12.0	12.4	13.6	16.0	16.7
증가율 (%)	10.3	8.2	47.0	28.3	10.3
판매관리비	3,988	4,507	5,625	6,422	6,631
판관비율(%)	7.5	8.1	7.5	7.9	7.7
EBITDA	3,966	4,018	8,769	10,365	11,132
EBITDA 이익률 (%)	7.5	7.2	11.8	12.7	12.9
증가율 (%)	6.4	1.3	118.2	18.2	7.4
영업이익	2,412	2,416	4,551	6,634	7,773
영업이익률 (%)	4.5	4.3	6.1	8.1	9.0
증가율 (%)	1.8	0.2	88.4	45.8	17.2
영업외손익	-215	-371	-2,194	-1,905	-1,962
금융수익	239	235	275	275	276
금융비용	903	1,193	1,348	1,388	1,430
기타영업외손익	449	587	-1,121	-792	-808
종속/관계기업관련손익	49	23	23	24	24
세전계속사업이익	2,247	2,068	2,380	4,752	5,835
세전계속사업이익률	4.2	3.7	3.2	5.8	6.8
증가율 (%)	5.3	-8.0	15.1	99.7	22.8
법인세비용	611	378	684	1,331	1,634
계속사업이익	1,636	1,690	1,695	3,422	4,201
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,636	1,690	1,695	3,422	4,201
당기순이익률 (%)	3.1	3.0	2.3	4.2	4.9
증가율 (%)	-18.6	3.3	0.3	101.9	22.8
지배주주지분 순이익	380	773	449	902	1,112
비지배주주지분 순이익	1,255	917	1,247	2,520	3,089
기타포괄이익	-353	-1,412	0	0	0
총포괄이익	1,282	278	1,695	3,422	4,201

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	60,512	83,191	95,946	100,760	105,218
현금성자산	8,529	8,844	8,601	8,549	9,968
단기투자자산	1,020	1,643	2,203	2,413	2,544
매출채권	4,826	7,339	9,841	10,778	11,364
재고자산	7,750	13,350	17,903	19,608	20,673
기타유동자산	7,939	15,780	21,161	23,176	24,434
비유동자산	149,227	168,846	169,346	169,455	169,788
유형자산	22,994	31,755	30,786	30,274	30,111
무형자산	4,982	10,586	10,138	9,735	9,372
투자자산	114,940	119,858	121,575	122,377	122,992
기타비유동자산	6,311	6,647	6,847	7,069	7,313
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	209,738	252,037	265,293	270,215	275,005
유동부채	40,441	58,787	67,035	66,907	66,224
단기차입금	13,703	20,125	20,527	20,938	21,356
매입채무	4,067	5,439	7,294	7,989	8,422
유동성장기부채	4,122	5,023	5,174	5,329	5,489
기타유동부채	18,549	28,200	34,040	32,651	30,957
비유동부채	136,099	153,688	157,073	158,779	160,127
사채	6,496	8,800	9,064	9,336	9,616
장기차입금	5,985	9,982	10,381	10,796	11,228
장기금융부채	114,889	126,172	126,172	126,172	126,172
기타비유동부채	8,729	8,734	11,456	12,475	13,111
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	176,539	212,475	224,108	225,685	226,351
지배주주지분	10,791	10,714	11,091	11,916	12,950
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	1,793	1,793	1,793
자본조정 등	81	-71	-71	-71	-71
기타포괄이익누계액	1,266	387	387	387	387
이익잉여금	7,599	8,131	8,508	9,333	10,368
비지배주주지분	22,408	28,848	30,094	32,614	35,704
자본총계	33,199	39,562	41,185	44,530	48,654

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	3,793	6,881	4,049	3,455	4,793
당기순이익	1,636	1,690	1,695	3,422	4,201
유형자산 상각비	1,319	1,369	3,771	3,328	2,996
무형자산 상각비	235	233	448	403	363
외환손익	-453	-2,079	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-2,381	-420	-2,739	-4,601	-3,700
기타	3,437	6,088	874	903	933
투자활동으로인한현금흐름	-6,668	-14,049	-5,166	-3,936	-3,708
투자자산의 감소(증가)	-106,145	-2,561	-1,693	-778	-591
유형자산의 감소	148	313	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,280	-5,595	-2,802	-2,817	-2,832
기타	103,609	-6,206	-671	-341	-285
재무활동으로인한현금흐름	1,799	7,179	874	428	334
차입금의 증가(감소)	115,198	15,279	399	415	432
사채의증가(감소)	2,658	2,303	264	272	280
자본의 증가	17	423	0	0	0
배당금	-74	-74	-72	-77	-77
기타	-116,000	-10,752	283	-182	-301
기타현금흐름	9	305	0	0	0
현금의증가(감소)	-1,067	316	-243	-53	1,419
기초현금	9,596	8,529	8,844	8,601	8,549
기말현금	8,529	8,844	8,601	8,549	9,968

(단위:원, 배, %)

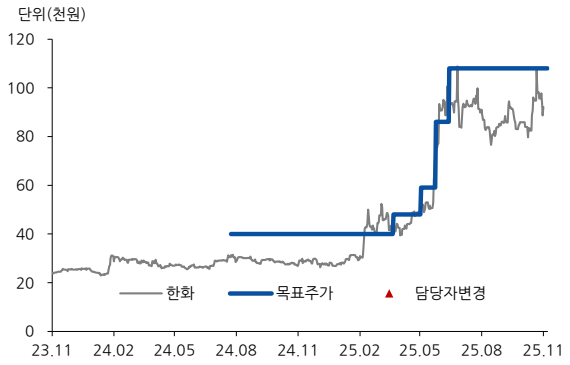
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	21,574	22,329	22,381	45,413	55,809
EPS(지배순이익 기준)	4,831	10,090	5,749	11,794	14,596
BPS(자본총계 기준)	339,074	418,368	435,533	470,908	514,523
BPS(지배지분 기준)	110,214	113,303	117,283	126,009	136,955
DPS	750	800	850	850	850
P/E(당기순이익 기준)	1.2	1.2	4.1	2.0	1.7
P/E(지배순이익 기준)	5.3	2.7	16.0	7.8	6.3
P/B(자본총계 기준)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
P/B(지배지분 기준)	0.2	0.2	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(Reported)	33.6	39.4	8.7	7.7	7.5
배당수익률	2.9	3.0	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-18.8	3.5	0.2	102.9	22.9
EPS(지배순이익 기준)	-68.7	108.9	-43.0	105.1	23.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.9	4.6	4.2	8.0	9.0
ROE(지배순이익 기준)	3.5	7.2	4.1	7.8	8.9
ROA	0.8	0.7	0.7	1.3	1.5
안정성 (%)					
부채비율	531.8	537.1	544.1	506.8	465.2
순차입금비율	327.2	321.6	92.7	87.7	82.1
이자보상배율	2.7	2.0	3.4	4.8	5.4

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.29	BUY	40,000	-28.14	-21.38
2025.01.29	AFTER 6M	40,000	4.53	30.75
2025.03.28	BUY	48,000	-7.89	2.50
2025.05.08	BUY	59,000	-7.68	26.10
2025.05.30	BUY	86,000	7.42	16.98
2025.06.19	BUY	108,000	-17.23	0.74
2025.11.06	BUY	108,000		

▶ 최근 2년간 한화 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김한이의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.3%
보유	17건	10.7%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.