COMPANY INITIATION

2025. 12. 2.

금융/소비재팀

박세웅 Analyst

sewoong.park@samsung.com

리서치센터 리포트 바로가기

한화 (000880)

본격적인 성장 story는 이제부터

- 목표주가 104,000원으로 BUY 투자의견 제시하며 커버리지 개시.
- 방산/조선의 지속적인 이익 성장과 금융 및 에너지/화학 이익 개선에 따라 NAV 회귀선 기울기 향상 기대.
- Deleverage 및 기업 가치 제고 계획 공시 통한 추가적인 Y절편 증가 효과 기대.

WHAT'S THE STORY?

본격적인 성장 story는 이제부터: 한화에 대한 커버리지를 개시. 동사는 1) '26년에 도방산/조선 부문의 이익 성장세가 지속됨과 동시에, 2) 에너지/화학 및 금융 부문의 이익 개선이 더해질 전망. 이에 따른 NAV 기울기 개선 전망. 추가적으로, 3) 기업 가치 제고 계획 공시를 통한 주주 환원 예측 가능성 제고 시 Y절편 상승 효과 기대.

- **① 방산/조선 부문의 성장 story 계속될 것:** 한화는 방산/조선 기반 이익 성장세가 '26년에도 지속되면서 연결 기준 수익성의 추가 개선 전망. 이에 따른 NAV 회귀선 기울기의 추가적 개선 기대.
- **② 금융과 에너지/화학 덧붙여진 '진짜' 성장에 주목:** '24~25년 이익 성장세가 다소 주춤했던 자회사(한화생명, 한화솔루션)의 이익 성장세가 '26년부터 본격화됨에 따라 수익성 개선에 탄력 받을 전망. 특히, '26년부터 한화생명의 배당이 재개될 경우, 동사 capital power 확대에 따른 재무 구조 개선과 주주 환원 강화도 기대 가능할 것.
- **③ Deleverage 및 자본 정책 강화 기대:** 한화는 '26년 재무 안정성 및 주주 환원 측면에서도 NAV 기울기의 개선 및 Y절편 증가 효과를 기대할 수 있다고 판단. 자회사 두 곳에 이어, 한화의 기업 가치 제고 계획 공시를 통한 주주 환원 예측 가능성 향상 기대.

목표주가 104,000원으로 BUY 투자의견 제시: 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 NAV를 적정 NAV-시가총액 회귀식에 대입하여 산정. 회귀선 기울기는 '25년 8월~11월 기울기에 10% 할증한 0.19를, Y절편은 동 기간 Y절편인 3,278.4를 적용.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	55,647	73,946	83,265	86,422
영업이익 (십억원)	2,416	4,887	6,647	7,805
순이익 (십억원)	1,690	2,378	3,526	4,418
EPS (adj) (원)	7,916	8,583	12,084	15,900
EPS (adj) growth (%)	103.7	8.4	40.8	31.6
EBITDA margin (%)	7.2	9.6	10.9	12.1
ROE (%)	7.2	7.4	9.7	11.6
P/E (adj) (배)	3.4	9.2	6.5	5.0
P/B (배)	0.2	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (배)	48.1	30.7	24.2	21.0
Dividend yield (%)	3.0	1.0	1.3	1.6

자료: 한화, 삼성증권 추정

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	104,000원	31.8%
현재주가	78,900원	
시가총액	6.0조원	
주식 수 (유동주식 비중)	74,958,735주 (36.7%)	
52주 최저/최고	26,300원/108,800원	
60일-평균거래대금	288.3억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
한화 (%)	-19.1	17.6	169.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	-17.4	-20.0	72.0

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	6
목표주가	119,500
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

삼성증권

한화: 본격적인 성장 story는 이제부터

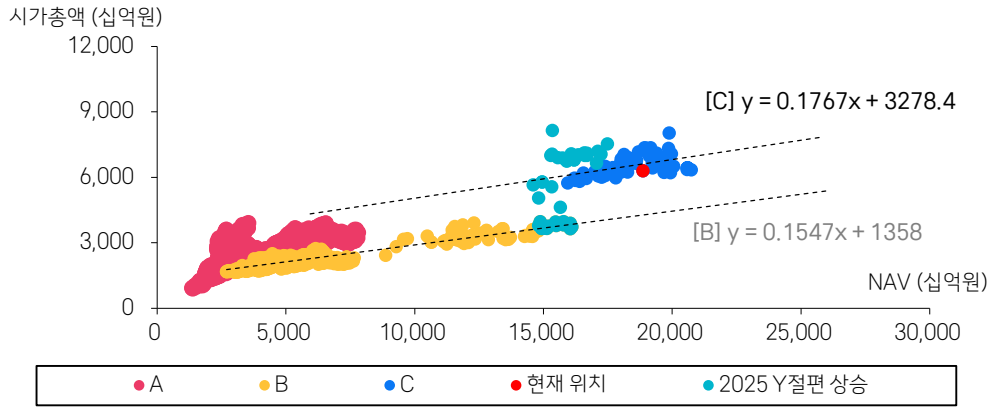
한화 목표주가 104,000원 제시 – '26년 성장 본격화. 중장기적 NAV 기울기 개선 기대

한화의 목표주가를 104,000원으로, BUY 투자의견 제시하며 커버리지를 개시한다. 이는 세 가지 투자 포인트에 기인한다. 우선, 동사는 1) '26년에도 방산/조선 부문의 이익 성장세가 지속될 것으로 전망한다. 이에 따라 이익체력 증대에 따른 NAV 기울기 개선과 브랜드 가치 상승에 따른 Y절편 상승을 기대한다.

추가적으로, 2) '26년부터 에너지/화학 부문과 금융 부문의 이익 개선이 더해지면서, 지주 연결 기준의 이익 성장이 본격화될 것으로 전망된다. 이에 따른 capital power 확보는 주주 환원 및 자본 전략의 재원이 될 수 있다는 점에서 NAV 회귀선 기울기 향상을 견인할 것으로 기대된다.

3) 마지막으로, 그룹 차원의 기업 가치 제고 계획이 수립되고 있다는 점도 긍정적이다. 업황이 다소 비우호적이던 자회사의 실적 턴어라운드가 가시화될수록, 지배 구조 상단에 위치한 동사의 기업 가치 제고책 공시를 기대할 수 있다.

한화: NAV-시가총액 상관관계



자료: 삼성증권 추정

한화: NAV-시가총액 회귀 분석 수치 분석

	A	B	Y절편 상승 구간	D
구간 시작일	2015-01-01	2020-07-01	2025-05-02	2025-08-01
구간 종료일	2020-06-30	2025-05-26	2025-07-01	2025-12-01
NAV 회귀선 기울기	0.26	0.15		0.18
Y절편	1,665.9	1,358.0		3,232.9
비고		2020년 한화솔루션 주가 상승에 따라 NAV 대비 할인율 상승	1) 주요 자회사 주가 상승 2) 법 개정 기대감으로 5월 말 ~6월초 주가 급등	주가 상승 후 기울기 안정화 구간

자료: 삼성증권 추정

한화 기업 개요

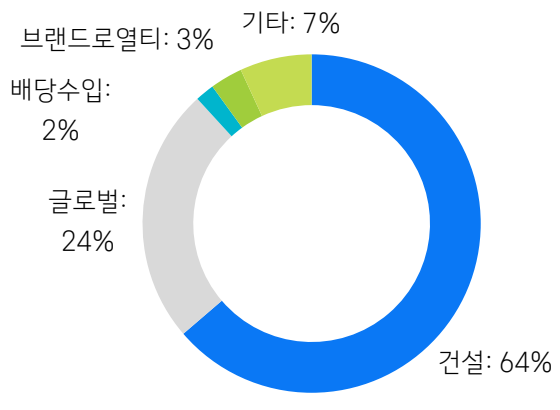
비즈니스 모델

한화는 사업형 지주회사로서 1) 별도 자체 사업을 운영함과 동시에, 자회사 지배를 통해 2) 방산/조선/에너지/화학, 3) 금융, 4) 기계/서비스의 3개 부문 사업을 영위 중이다. 우선, 동사의 자체 사업은 건설 부문과 글로벌 부문으로 구분된다. 건설은 주택·인프라 건설 및 분양 사업을, 글로벌은 화약 제조 및 자원 무역업을 영위한다. 이외 별도 매출은 지주회사로서 수취하는 배당수입과 브랜드 라이선스 로열티 (계열회사 매출의 30bp) 등으로 구성된다. 별도 기준 매출액의 약 88%는 자체 사업 부문을 통해 창출되나, 건설 부문의 높은 이익 변동성에 따라 자체 사업의 영업이익 비중은 최근 3년간 14% ~ 44%로 상이했다.

자회사 지배를 통해 영위하는 3대 사업 부문은 현재 그룹 오너 일가가 각각 top management로 참여 중이다 (김동관 부회장 – 방산/조선/에너지/화학; 김동원 사장 – 금융; 김동선 부사장 – 기계/서비스). 한화는 '25년 상반기까지 지분 인수 및 합병 등 대략적인 기업 구조 개편을 완료하면서, 사업 부문별 자회사 포트폴리오가 명확해졌다. 1) 방산/조선/에너지/화학 부문은 한화에어로스페이스과 그 자회사(한화시스템, 한화오션), 그리고 한화솔루션과 그 자회사(한화임팩트, 한화엔진)로 구성되어 있다. 2) 금융 부문 사업은 한화생명과 그 자회사(손해보험, 자산운용, 증권)를 통해 영위 중이다. 3) 기계/서비스 부문의 경우, 한화비전, 한화갤러리아 등으로 구성되어 있다. 연결 실적은 top-line과 bottom-line 모두 방산/조선/에너지 및 금융 부문의 기여도가 높다.

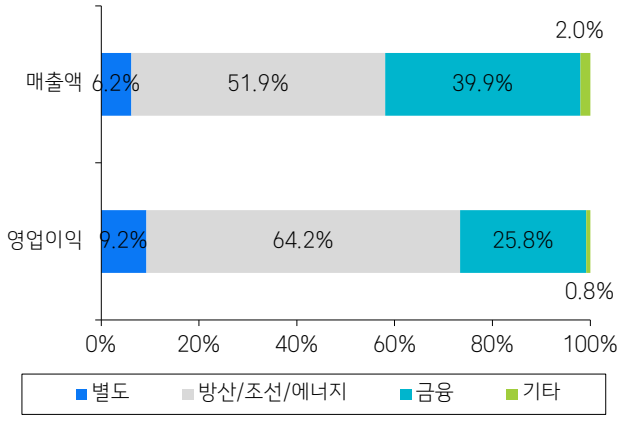
매출액 기준으로는 금융 40%, 방산/조선/에너지 52%, 별도 6%, 기타 2%로 한화에어로스페이스 등 방산/조선 계열사와 한화생명 등 금융 계열사의 비중이 높았다. 영업이익 기준으로는 한화에어로스페이스 등 방산/조선/에너지 부문의 기여도가 가장 높았으며 (64%), 다음은 금융 (26%), 별도 자체사업 (9%) 순이었다. 특히, 방산/조선/에너지 부문은 '25년 매출액 및 영업이익 공히 증가하며 손익 기여도가 확대되었다. (2024년 방산/조선/에너지 부문 손익 비중: 매출액 43%, 영업이익 59%)

한화: 별도 기준 매출 breakdown



참고: 2024년 별도 재무제표 기준; 자료: 삼성증권

한화: 연결 기준 매출 및 영업이익 breakdown



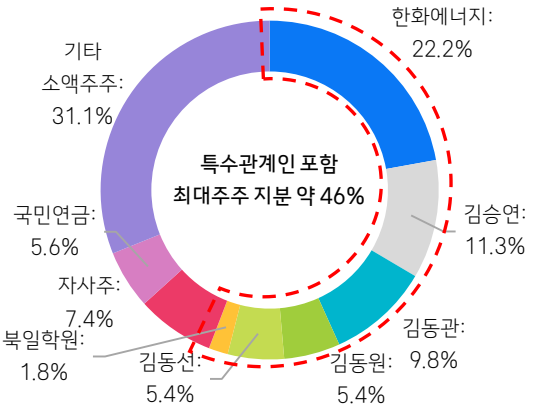
참고: 3Q25 누적 기준; 자료: 삼성증권

지배 구조

한화는 특수관계인을 포함한 최대 주주의 지분율이 55.8%로, 과반 이상을 차지하고 있다. 최대 주주는 한화에너지(22.2%)이며, 한화에너지는 김동관, 김동원, 김동선 삼 형제가 각각 지분 50%, 25%, 25%를 보유한 계열사이다.

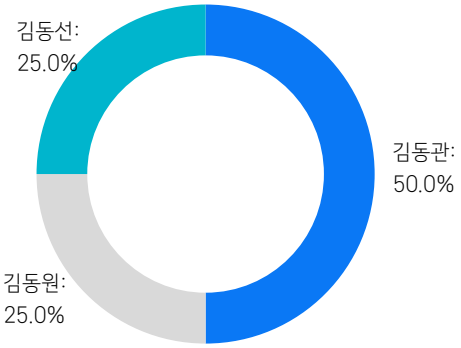
동사 지배 구조의 특징은 사실상의 경영권 증여가 진행되었다는 점이다. '25년 4월 30일, 김승연 회장이 보유 보통 주식 16,977,949주(22.6%) 중 8,488,870주를 자녀들에게 증여했으며, 이에 따라 김동관, 김동원, 김동선의 지분율이 각 4.9%, 2.1%, 2.1%에서 9.8%, 5.4%, 5.4%로 확대되었다. 1) 한화 최대 주주인 한화에너지는 세 형제가 지분을 100% 보유하고 있으며, 2) 김동관 부사장의 개인 지분율도 9.8%에 달하기 때문에, 사실상 경영권 증여가 완료되었다고 해석된다.

한화: 주주 구성



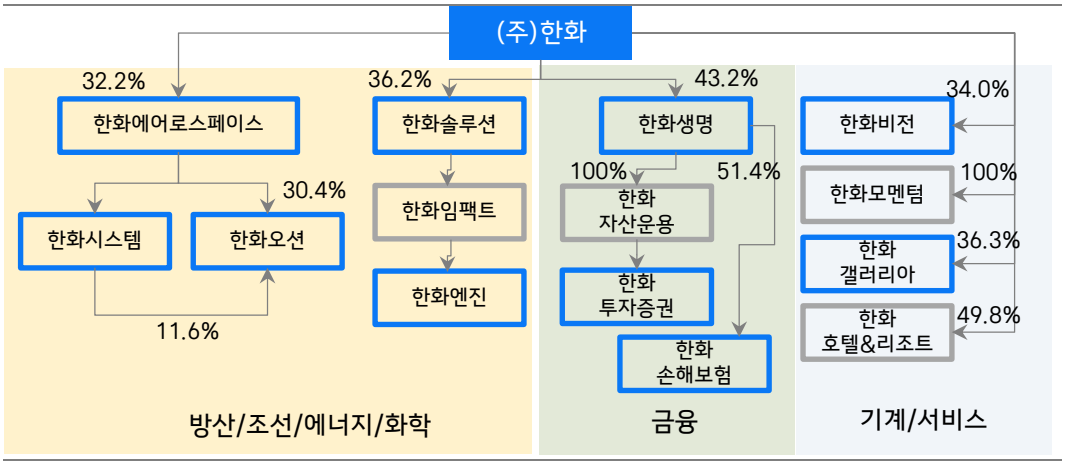
참고: '25년 9월 말 기준
자료: 한화, 삼성증권

한화에너지: 주주 구성



참고: '25년 9월 말 기준
자료: 한화, 삼성증권

한화: 지배 구조도 및 사업 부문 분류



참고: 파란색 테두리 박스는 상장 회사; '25년 9월 말 기준
자료: 한화, 삼성증권

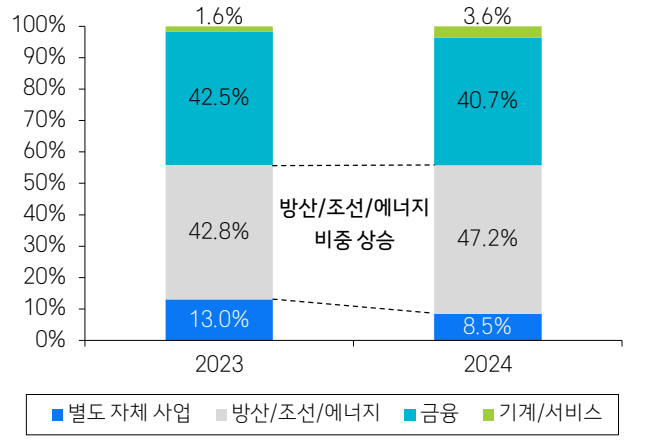
투자 포인트 ① - 방산/조선 부문의 성장 story는 계속될 것

한화의 방산/조선 기반 기업 가치 성장 추세가 이어지면서 NAV 회귀선 기울기가 개선될 것으로 예상한다. 이는 이익 기여도가 높은 동 사업부의 성장세가 지속됨에 따라, 한화의 연결 기준 수익성이 추가 개선될 것으로 기대되기 때문이다. 더욱이 동 부문 핵심 축인 한화에어로스페이스와 한화오션 모두 안정적인 수주 잔고를 보유하고 있다는 점에서, 이익의 안정성 측면에서도 긍정적인 상황이라 판단한다.

올해 동사는 한화에어로스페이스의 한화오션 지분 취득 및 연결 자회사화를 통해 방산/조선 사업 부문 구조 재편을 단행했는데, 이후 방산/조선 업황 호황에 따라 관련 자회사 실적이 큰 폭으로 성장하면서 한화의 브랜드 라이선스 매출과 영업이익 내 비중이 확대되었다. 이에 한화 투자 측면에서, 방산/조선을 핵심 축으로 하는 이익 증가 및 기업 가치 증가 로직은 여전히 투자자의 기대를 받는 상황이다.

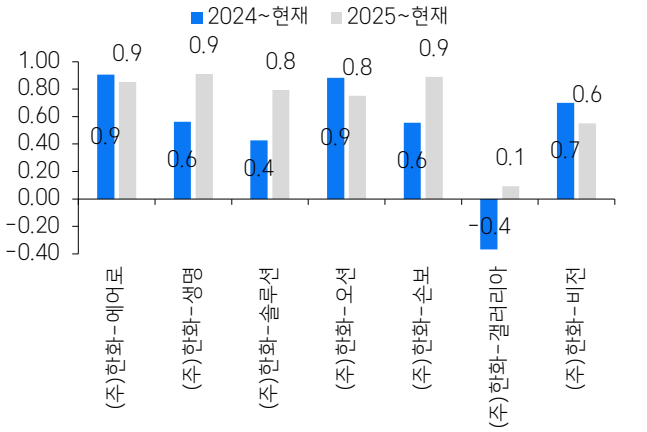
방산/조선 기반의 이익 성장 스토리는 여전히 유효하다. 1) 한화에어로스페이스는 스웨덴 155mm MCS와 이라크 M-SAM II 관련 수주가 4분기 반영되는 등 지속된 K-방산 수요가 기대된다. 2) 한화오션은 글로벌 함정 수요 증가 등 특수선 중심의 실적 호조가 전망되는 가운데, 美 필리조선소를 중심으로 한 MASGA프로젝트 및 미군함정 건조 수혜까지 기대되기 때문이다.

한화: 브랜드 라이선스 매출 breakdown



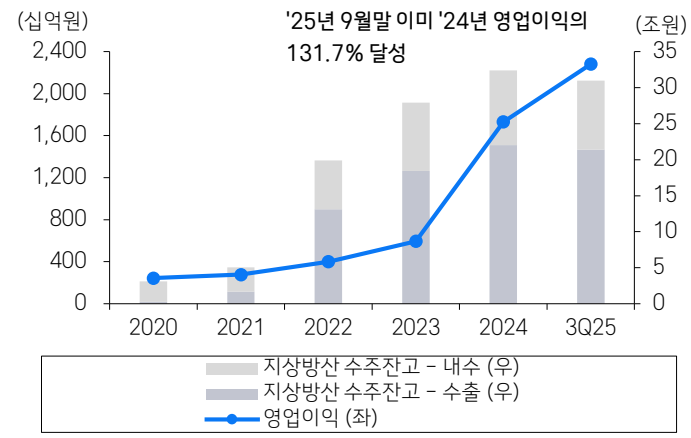
자료: 한화, 삼성증권 추정

한화와 주요 계열사 간 주가 상관관계



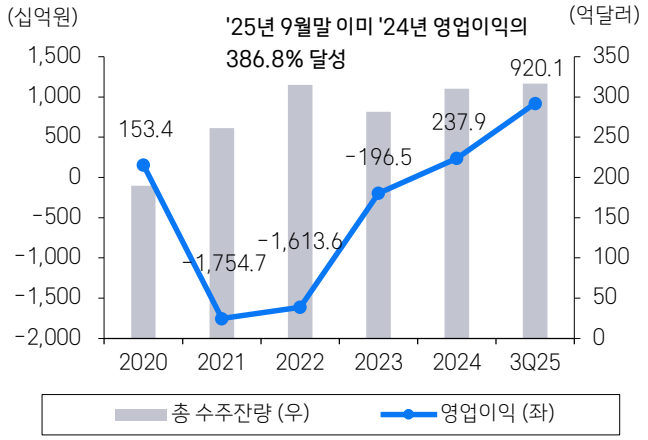
자료: 한화, 삼성증권

한화에어로스페이스 수주 잔고 및 영업이익 추이



자료: 한화, 삼성증권

한화오션 수주 잔고 및 영업이익 추이



자료: 한화, 삼성증권

투자 포인트 ② – 금융과 에너지/화학이 덧붙여진 '진짜' 성장에 주목 필요

방산/조선 부문이 '25년에 이어 '26년에도 한화의 이익 성장을 견인하는 한편, '24년과 '25년 이익 성장세가 상대적으로 낮던 자회사(한화생명, 한화솔루션)도 이익 성장세가 본격화되며 지주 연결 수익성 개선에 기여할 것으로 전망한다. 금융과 에너지/화학 사업 부문의 수익성 개선이 더해짐에 따라 한화의 NAV 기울기 개선 폭이 이전 대비 클 것으로 기대된다.

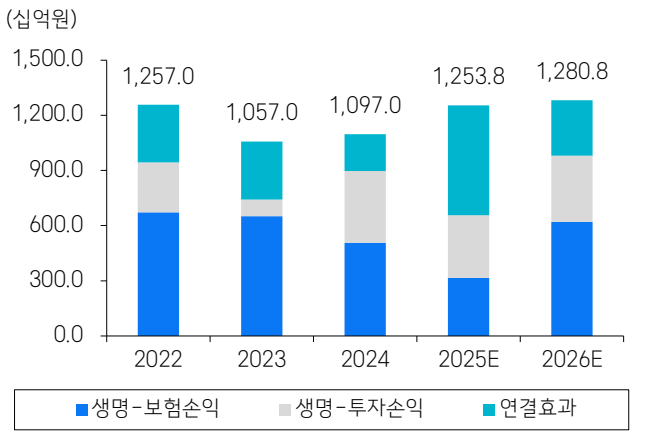
또한, 한화생명과 한화솔루션의 약진은 원가 부담이 작은 브랜드 라이선스 매출 및 배당 수익의 증가로 이어지면서, 한화의 capital power 확보가 가능하다는 점에도 주목이 필요하다. 확보된 재원은 그룹 차원의 deleverage를 통한 재무 구조 개선 및 ROE 제고, 그리고 배당 및 자사주 매입/소각 등 주주 환원에 활용될 수 있다는 점에서, 한화 NAV 할인율 개선에 기여할 것이다.

한화생명은 '26년부터 한화 브랜드 라이선스 매출 기여는 물론, 연결 기준 금융 부문 이익 증가에도 기여할 것으로 예상한다. 보험업 중장기 이익 지표의 개선세가 관찰됨과 동시에, 투자 부문 강화에 따른 수익처 다변화 성과가 기대되기 때문이다. '25년엔 투자손익의 전년비 기저 효과로 당기순이익이 y-y 감소할 것으로 예상되나, '26년엔 보험손익과 투자손익 공히 y-y 증가할 것으로 전망된다.

한편, 한화 주가 측면에서 더욱 관건은 한화생명의 배당 재개 여부이다. 배당수입은 한화의 주요 배당 재원인데, '24년부터 배당을 미지급했던 한화생명이 배당을 재개할 경우, 한화의 배당 여력 또한 증가하기 때문이다. 배당 여력 증가가 실질적인 배당 강화로 이어지면, 한화의 Y절편 상승 효과 및 중장기적인 NAV 회귀선 기울기 향상까지 이어질 수 있다고 판단한다. 다만, 이를 위해선 규제 상황 개선과 한화생명의 자본 여력 강화가 필요한 상황이다. 향후 1) 한화생명의 배당 미지급 주요 원인이었던 해약환급금 준비금 관련 규제 완화 여부, 2) '25년 들어 지속 감소 중인 보험계약서비스마진(CSM)의 향방, 3) 3분기 들어 q-q 감소한 지급 여력비율(K-ICS비율)의 향방, 4) '26년부터 본격 도입될 기본자본 K-ICS비율 영향에 주목이 필요하다.

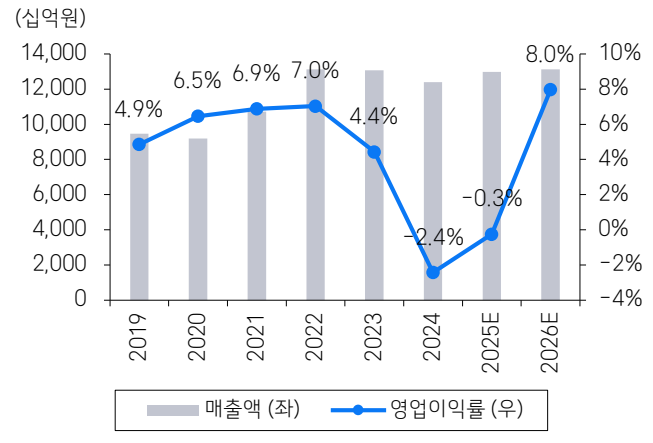
한화솔루션의 경우, 화학 사업은 생산시설 가동률 조절 및 구조조정을 통해 적자 폭을 축소할 것으로 예상된다. 태양광 에너지 사업은 '26년부터 美 통관 이슈 해소에 따른 사업 본격화에 따라 실적 회복이 전망된다. 이에 따라 한화솔루션의 영업이익은 '26년부터 턴어라운드 할 전망이다. 당사 애널리스트 추정치에 따르면 '25년과 '26년 영업이익은 각각 -325억원(y-y 적자 지속), 1.05조원(y-y 흑전)으로 예상된다.

한화생명: 영업이익 추이 및 전망



참고: 보험손익 및 투자손익은 IFRS17 별도 재무제표 기준;
자료: WiseFn, 삼성증권 추정

한화솔루션: 매출액 및 영업이익률 추이



참고: 연결 재무제표 기준
자료: WiseFn, 삼성증권 추정

한화: 별도 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
영업수익	1,652.4	1,556.5	1,257.0	1,416.6	1,102.5	1,130.2	1,076.1	1,417.3	5,882.5	4,726.0	4,996.3	5,133.2
제품매출	87.7	88.8	84.2	88.9	77.3	78.2	77.2	93.4	349.7	326.0	377.2	381.0
상품매출	293.4	247.0	285.1	216.1	217.9	238.3	223.0	259.4	1,041.7	938.6	1,037.5	1,037.5
건설계약수익	1,068.0	1,149.6	805.7	986.3	641.2	733.4	697.7	937.0	4,009.6	3,009.3	3,099.5	0.0
배당 수익	145.5	2.2	3.0	10.2	93.6	5.5	0.0	10.2	161.0	109.3	135.8	172.4
기타수익	57.8	68.9	78.9	115.1	72.5	74.8	78.2	117.3	320.6	342.9	346.3	349.8
매출원가	1,312.0	1,475.3	1,074.9	1,221.3	866.3	916.0	928.1	1,221.3	5,083.5	3,931.7	4,141.2	4,219.1
판매관리비	156.8	102.9	123.2	108.0	84.4	84.5	83.0	113.4	490.8	365.3	372.6	380.0
영업이익	183.7	-21.7	58.9	87.4	151.8	129.6	65.0	82.6	308.2	429.1	482.6	534.1
영업이익률 (%)	11.1%	-1.4%	4.7%	6.2%	13.8%	11.5%	6.0%	5.8%	5.2%	9.1%	9.7%	10.4%
금융손익	-29.5	-33.6	-31.4	-31.2	-26.5	-31.9	-37.9	-33.1	-125.6	-129.3	-132.3	-132.3
기타손익	-15.9	-17.1	275.3	-64.6	-34.2	-137.6	-16.1	0.0	177.7	-187.9	-7.2	32.8
세전이익	138.3	-72.5	302.9	-8.4	91.1	-39.9	11.0	49.5	360.3	111.8	343.1	434.6
당기순이익(손실)	128.0	-64.5	234.8	-100.9	85.9	-32.1	30.2	35.9	197.4	119.8	248.8	315.1

자료: 한화, 삼성증권 추정

한화: 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
영업수익	12,218.3	18,000.5	16,642.6	19,242.2	17,786.6	20,274.1	55,646.8	73,945.5	83,265.5	86,421.6
비금융 부문	7,451.0	10,471.0	9,671.6	11,044.0	11,517.1	13,874.1	30,774.2	46,106.8	54,870.0	57,458.2
(주)한화 별도	1,257.0	1,416.6	1,102.5	1,130.2	1,076.1	1,417.3	5,882.5	4,726.0	4,996.3	5,133.2
한화에어로스페이스	2,631.2	4,825.0	5,484.2	6,311.0	6,486.5	8,482.4	11,240.1	26,764.1	30,132.8	32,555.7
한화솔루션	2,825.9	4,562.9	3,094.5	3,117.3	3,364.3	3,406.6	12,394.0	12,982.7	13,115.7	13,393.7
기타	736.9	-333.6	-9.6	485.6	590.2	567.8	1,257.5	1,634.0	6,625.3	6,375.6
금융 부문	4,767.3	7,529.4	6,971.0	8,198.2	6,269.5	6,400.0	24,872.6	27,838.7	28,395.5	28,963.4
한화생명	2,512.7	3,730.5	3,367.0	4,291.3	3,118.5	3,170.9	13,322.1	13,947.8	14,226.8	14,511.3
기타	2,254.6	3,798.9	3,604.0	3,906.9	3,151.0	3,229.1	11,550.5	13,890.9	14,168.7	14,452.1
매출원가	10,646.5	15,576.3	14,328.2	16,531.1	15,064.5	17,638.4	48,723.7	63,562.2	70,498.4	72,307.4
판매관리비	1,046.4	1,297.8	1,241.9	1,376.3	1,377.9	1,500.3	4,507.0	5,496.3	6,120.0	6,308.8
영업이익	525.4	1,126.3	1,072.6	1,334.8	1,344.2	1,135.3	2,416.1	4,887.0	6,647.1	7,805.4
(주)한화 별도	58.9	87.4	151.8	129.6	65.0	82.6	308.2	429.1	482.6	534.1
한화에어로스페이스	477.2	899.7	560.8	864.5	856.4	1,128.0	1,731.9	3,409.7	4,398.9	4,916.4
한화솔루션	-76.3	102.9	30.3	102.1	-7.4	-157.4	-300.2	-32.5	1,046.5	1,755.4
한화생명 (연결)	128.2	188.3	371.4	240.7	354.9	286.8	1,097.0	1,253.8	1,280.8	1,407.0
기타 및 연결조정	-62.6	-151.9	-41.7	-2.1	75.3	-204.6	-420.7	-173.1	-561.7	-807.4
금융손익	-266.6	-231.9	-256.1	-295.7	-304.6	-230.9	-958.0	-1,087.4	-697.0	-767.4
기타영업외손익	86.0	739.2	-425.4	-552.5	41.4	-81.1	587.2	-1,017.6	-1,160.5	-1,026.1
지분법 손익	-120.2	280.1	157.5	10.1	41.8	0.0	22.8	209.3	40.0	40.0
세전이익	224.6	1,913.7	548.5	496.8	1,122.7	823.3	2,068.0	2,991.3	4,829.6	6,051.8
순이익	188.5	1,686.3	465.7	268.7	1,025.8	617.5	1,690.4	2,377.7	3,525.6	4,417.8
지배주주순이익	277.7	717.8	85.9	74.5	365.4	285.9	773.0	811.6	1,142.7	1,503.5
이익률 (%)										
영업이익	4.3%	6.3%	6.4%	6.9%	7.6%	5.6%	4.3%	6.6%	8.0%	9.0%
한화에어로스페이스	18.1%	18.6%	10.2%	13.7%	13.2%	13.3%	15.4%	12.7%	14.6%	15.1%
한화솔루션	nm	2.3%	1.0%	3.3%	nm	nm	-2.4%	-0.3%	8.0%	13.1%
한화생명 (연결)	5.1%	5.0%	11.0%	5.6%	5.6%	5.4%	8.2%	9.0%	9.0%	9.7%
세전이익	1.8%	10.6%	3.3%	2.6%	6.3%	4.1%	3.7%	4.0%	5.8%	7.0%
당기순이익	1.5%	9.4%	2.8%	1.4%	5.8%	3.0%	3.0%	3.2%	4.2%	5.1%

자료: 한화, 삼성증권 추정

투자 포인트 ③ - Deleverage 및 자본 정책 업그레이드에 대한 기대감

한화는 재무 안정성 및 주주 환원 측면에서 중장기적인 NAV 할인율 개선을 기대할 수 있다고 판단한다. 이는 deleverage를 통한 재무 구조 안정화를 지속함과 동시에, '26년 배당재원 증가를 통한 주주 환원 강화가 기대되기 때문이다. 현재 한화의 배당수입은 일부 계열사 실적 악화 및 규제 여파로 제한되고 있는 상황이기 때문에, 이익 정상화 및 규제 완화 시 주주 환원 메리트가 부각될 수 있음에 초점이 필요하다.

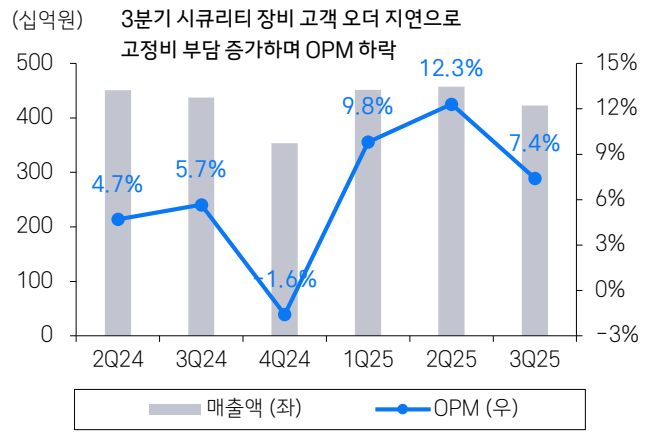
회사 측에 따르면, 한화오션과 한화솔루션 등 최근 차입을 일으켰던 계열사 중심으로 '26년 이익 증가분을 deleverage에 활용할 전망이다. 한화 또한 계열사 이익 증가로 현금을 확보하게 될 시, 현금 증가분 일부를 재무 구조 안정화에 투입함으로써 deleverage에 동참할 가능성이 존재한다. 이는 한화의 순현금을 증가시킴으로써 NAV 증가 및 NAV 할인율 개선으로 이어질 수 있는 요소이다.

추가로, 한화가 기업 가치 제고 계획 공시를 통해 NAV 할인율을 추가 개선할 수 있을지 여부에도 주목이 필요하다. 올해 주요 계열사인 한화에어로스페이스와 한화시스템이 기업 가치 제고 계획을 공시하면서, 한화 그룹 내 추가적인 기업 가치 제고 계획 공시 가능성에 대한 투자자 기대감이 형성되고 있다. 동사는 현재 '재배당률(배당금/{배당수입+브랜드라이선스매출})'에 기초하여 주주 환원 정책을 소통하고 있는데, 명시적인 target과 세부계획은 부재한 상황이다. 때문에 기업 가치 제고 계획을 통한 명시적인 환원 정책 공시는 배당 가시성 향상 차원에서 Y절편 상승 효과로 이어질 것이라 판단한다. 다만, 강화된 주주 환원은 '26년부터 가능할 것으로 예상되므로, 보다 긴 호흡으로 접근을 권고한다. 이는 회사측의 '25년 배당수입 + 브랜드라이선스매출액' 가이던스가 y-y 5.6% 감소한 2,739억원 수준이기 때문이다.

투자 포인트 ④ - 반도체로 성장의 exposure 확대

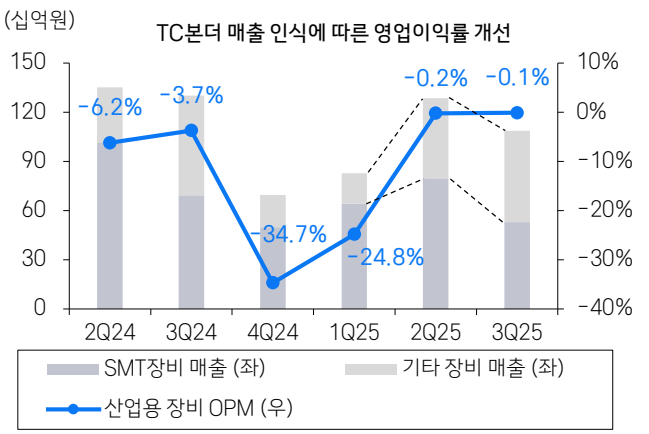
기계/서비스 부문 자회사인 한화비전과 손자회사 한화세미텍의 이익 기여도 확대 여부에도 주목해야할 시점이라고 판단한다. 한화비전은 자회사 한화세미텍을 통해 반도체 공정에 투입되는 TC 본더 장비를 고객사에 납품 중이다. 방산, 조선, 에너지, 금융의 4대 축을 중심으로 한 그룹사 성장 골자는 유지되겠으나, 여기에 AI 반도체 관련한 성장 모멘텀이 추가되는 것은 NAV 회귀선 기울기 및 NAV 자체의 업그레이드를 가능하게 할 요인이라고 판단한다. 다만, 감시 장비 및 반도체 장비 관련 이익의 중장기 지속가능성에 대한 conviction은 현 고객사의 해당 장비 발주 양상과 추가적인 고객사 확보 등이 가시화될 때 형성될 수 있을 것이다.

한화비전: 매출액 및 영업이익 추이



자료: 한화비전, 삼성증권

한화비전: 산업용 장비 부문 매출 및 영업이익률 추이



자료: 한화비전, 삼성증권

Valuation

한화에 대해 목표주가 104,000원으로 BUY 투자의견을 제시한다 (상승 여력 31.8%). 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 NAV를 적정 NAV-시가총액 회귀식에 대입하여 산정하였다. 적정 회귀선 기울기는 동사 회귀선의 구조적 Y절편 상승 이후 시점인 '25년 8월~11월 구간 기울기에 10%를 할증한 0.20을 적용했다. 10% 할증은 1) 여전히 견조한 방산/조선 중심의 성장 스토리와, 2) 비교적 성장세가 주춤했던 에너지 및 금융 부문의 이익 개선 및 배당 재개 가능성에 기인한다. 추가적으로, 반도체 장비 사업의 성장성에 대한 기대도 기울기 개선에 기여 가능하다고 판단한다. 적정 Y절편은 동 구간 Y절편인 3,232.9를 적용했다.

한화 SOTP valuation

		지분율 (%)	시가총액 (십억원)	장부 가치 (십억원)	평가방식	공정 가치 (십억원)	할인/할증 (%)	목표 가치 (십억원)	비고
투자자산 지분가치	[A = B+C]							27,665.0	
투자자산	[B]							27,224.4	
상장자회사						17,378.3		26,164.9	
한화솔루션		36.3%	4,761.4	1,273.5	당사 추정	1,728.9	30%	2,246.9	당사 목표주가 적용
한화생명		43.2%	2,605.6	1,449.1	당사 추정	1,126.7	17%	1,314.4	당사 목표주가 적용
한화에어로스페이스		32.2%	41,921.1	734.4	당사 추정	13,490.2	60%	21,571.0	당사 목표주가 적용
한화비전		34.0%	2,229.1	90.8	시가평가	756.8	0%	756.8	
한화갤러리아		36.3%	209.2	143.6	시가평가	75.9	0%	75.9	
기타				199.9	장부가치	199.9	0%	199.9	
비상장자회사 및 비계열 상장사	[C]							1,059.5	
한화호텔&리조트		49.8%	n/a	249.1	장부가			249.1	
한화로보틱스		68.0%	n/a	42.4	장부가			42.4	
한화모멘텀		100.0%	n/a	238.3	장부가			238.3	
기타			n/a	529.6	장부가			529.6	
기타자산								440.6	
자기주식					시가평가			440.6	
별도 영업가치								1,536.6	
별도 사업가치					EV/EBITDA			1,536.6	*EV/EBITDA 6.2배 적용
차감항목	[D]							6,004.9	
우선주				710.2	시가평가			710.2	
순차입금 (별도 기준)				5,294.7	장부가			5,294.7	
현금				288.1				288.1	
차입금				5,582.8				5,582.8	
Estimated NAV	[E = A-D]							23,196.7	
NAV 대비 할인율 (%)								-72.7%	
NAV 회귀선 기울기								0.20	NAV 기울기에 10% 할증
Y 절편								3,232.9	
표준오차 조정									
예상 시가총액 (십억원)								7,802.1	
Target 시가총액 (십억원)								7,800.0	NAV 대비 66.4% 할인
발행주식수 (천주)								74,959	
Target price (원)								104,000	
현재 주가 (원)								78,900	
상승여력 (%)								31.8%	

참고: *KOSPI 1년 평균 EV/EBITDA 멀티플; 12/1 종가 기준
자료: WiseFn, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**53,135**	**55,647**	**73,946**	**83,265**	**86,422**
매출원가	46,735	48,724	63,562	70,498	72,307
매출총이익	**6,400**	**6,923**	**10,383**	**12,767**	**14,114**
(매출총이익률, %)	12.0	12.4	14.0	15.3	16.3
판매 및 일반관리비	3,988	4,507	5,496	6,120	6,309
영업이익	**2,412**	**2,416**	**4,887**	**6,647**	**7,805**
(영업이익률, %)	4.5	4.3	6.6	8.0	9.0
영업외손익	**-165**	**-348**	**-1,896**	**-1,817**	**-1,754**
금융수익	239	235	327	194	222
금융 비용	903	1,193	1,414	891	990
지분법 손익	49	23	209	40	40
기타	449	587	-1,018	-1,160	-1,026
세전이익	**2,247**	**2,068**	**2,991**	**4,830**	**6,052**
법인세	611	378	614	1,304	1,634
(법인세율, %)	27.2	18.3	20.5	27.0	27.0
계속사업이익	1,636	1,690	2,378	3,526	4,418
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**1,636**	**1,690**	**2,378**	**3,526**	**4,418**
(순이익률, %)	3.1	3.0	3.2	4.2	5.1
지배주주순이익	380	773	812	1,143	1,503
비지배주주순이익	1,255	917	1,566	2,383	2,914
EBITDA	3,966	4,018	7,063	9,036	10,466
(EBITDA 이익률, %)	7.5	7.2	9.6	10.9	12.1
EPS (지배주주)	3,886	7,916	8,583	12,084	15,900
EPS (연결기준)	16,704	17,311	25,145	37,284	46,719
수정 EPS (원)*	3,886	7,916	8,583	12,084	15,900

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**60,512**	**83,191**	**103,555**	**106,604**	**110,694**
현금 및 현금등가물	8,529	8,844	10,022	13,310	16,937
매출채권	4,826	7,339	7,713	7,675	7,754
재고자산	7,750	13,350	16,120	16,040	16,205
기타	39,407	53,658	69,699	69,578	69,798
비유동자산	**149,227**	**168,846**	**181,618**	**183,910**	**186,388**
투자 자산	114,940	119,858	127,737	127,721	127,757
유형자산	22,994	31,755	35,080	37,554	40,126
무형자산	4,982	10,586	11,440	11,126	10,844
기타	6,310	6,646	7,361	7,509	7,660
자산총계	**209,738**	**252,037**	**285,172**	**290,514**	**297,082**
유동부채	**40,441**	**58,787**	**70,090**	**71,998**	**74,198**
매입채무	4,067	5,439	5,575	5,547	5,604
단기차입금	13,703	20,125	29,740	31,740	33,740
기타 유동부채	22,671	33,224	34,775	34,711	34,853
비유동부채	**136,099**	**153,688**	**162,214**	**162,194**	**162,239**
사채 및 장기차입금	12,482	18,781	22,003	22,003	22,003
기타 비유동부채	123,617	134,907	140,212	140,192	140,237
부채총계	**176,539**	**212,475**	**238,489**	**240,377**	**242,621**
지배주주 지분	**10,791**	**10,714**	**11,239**	**12,310**	**13,719**
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	2,051	2,051	2,051
이익잉여금	7,599	8,131	8,866	9,936	11,345
기타	1,348	316	-151	-151	-151
비지배주주 지분	**22,408**	**28,848**	**35,445**	**37,828**	**40,742**
자본총계	**33,199**	**39,562**	**46,684**	**50,137**	**54,461**
순부채	137,395	161,973	175,025	173,815	172,063

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**3,793**	**6,881**	**7,422**	**8,454**	**9,501**
당기순이익	1,636	1,690	2,378	3,526	4,418
현금유출입이없는 비용 및 수익	1,426	1,122	6,319	6,183	6,811
유형자산 감가상각비	1,319	1,369	1,686	1,925	2,228
무형자산 상각비	235	233	490	464	432
기타	-128	-480	4,142	3,794	4,150
영업활동 자산부채 변동	-2,381	-420	-2,211	49	-94
투자활동에서의 현금흐름	**-6,668**	**-14,049**	**-14,108**	**-4,610**	**-5,248**
유형자산 증감	-4,132	-5,282	-5,005	-4,400	-4,800
장단기금융자산의 증감	-1,481	-1,144	-4,149	88	-146
기타	-1,055	-7,623	-4,953	-298	-301
재무활동에서의 현금흐름	**1,799**	**7,179**	**8,027**	**-607**	**-642**
차입금의 증가(감소)	128,741	25,517	18,377	1,996	2,009
자본금의 증가(감소)	17	423	257	0	0
배당금	-74	-74	-72	-72	-94
기타	-126,885	-18,688	-10,536	-2,530	-2,556
현금증감	-1,067	316	1,178	3,288	3,627
기초현금	9,596	8,529	8,844	10,022	13,310
기말현금	8,529	8,844	10,022	13,310	16,937
Gross cash flow	**3,061**	**2,813**	**8,697**	**9,709**	**11,229**
Free cash flow	**-487**	**1,286**	**2,284**	**4,054**	**4,701**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	4.4	4.7	32.9	12.6	3.8
영업이익	1.8	0.2	102.3	36.0	17.4
순이익	-18.6	3.4	40.7	48.3	25.3
수정 EPS**	-67.6	103.7	8.4	40.8	31.6
주당지표					
EPS (지배주주)	3,886	7,916	8,583	12,084	15,900
EPS (연결기준)	16,704	17,311	25,145	37,284	46,719
수정 EPS**	3,886	7,916	8,583	12,084	15,900
BPS	111,503	120,412	126,314	138,345	154,182
DPS (보통주)	750	800	800	1,050	1,300
Valuations (배)					
P/E***	6.6	3.4	9.2	6.5	5.0
P/B***	0.2	0.2	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	40.9	48.1	30.7	24.2	21.0
비율					
ROE (%)	3.5	7.2	7.4	9.7	11.6
ROA (%)	0.8	0.7	0.9	1.2	1.5
ROIC (%)	6.3	4.8	7.1	8.1	9.2
배당 성향 (%)	14.6	7.2	6.8	6.4	6.0
배당수익률 (보통주, %)	2.9	3.0	1.0	1.3	1.6
순부채 비율 (%)	413.9	409.4	374.9	346.7	315.9
이자보상 배율 (배)	2.7	2.0	1.9	2.6	3.1

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 한화, 삼성증권 추정