지주/유통/상사
박종렬
02)6260-2466
jrpark@heungkuksec.co.kr

R.A
김지은
02)739-5938
qet3474@heungkuksec.co.kr

(000880)

한화

BUY(유지)

인적분할과 기업가치 제고

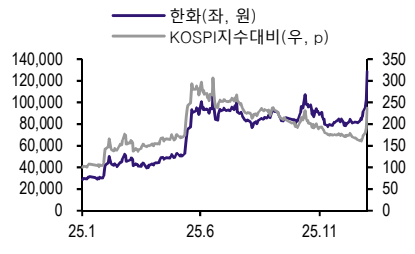
목표주가	175,000원(상향)
현재주가(01/14)	128,500원
상승여력	36.2%
시가총액	9,632십억원
발행주식수	74,959천주
52주 최고가 / 최저가	128,500 / 28,200원
3개월 일평균거래대금	39십억원
외국인 지분율	16.5%
주요주주	
한화에너지 (외 8인)	55.9%
자사주 (외 1인)	7.5%
국민연금공단 (외 1인)	5.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	51.5	61.2	38.2	355.7
상대수익률(KOSPI)	38.2	28.6	-9.3	266.6

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	53,135	55,647	76,280	81,523
영업이익	2,412	2,416	5,258	6,081
EBITDA	3,966	4,018	7,923	10,403
지배주주순이익	380	773	944	1,203
EPS	4,831	10,090	13,354	17,078
순차입금	27,701	42,094	51,556	50,178
PER	5.3	2.7	9.6	7.5
PBR	0.2	0.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.6	11.1	7.8	5.8
배당수익률	2.9	3.0	0.7	0.7
ROE	3.5	7.2	8.4	9.8
컨센서스 영업이익	-	-	4,887	6,026
컨센서스 EPS	-	-	7,434	10,078

주가추이



인프라 그룹(방산/우주항공, 조선해양, 에너지/케미칼, 금융)과 Tech, Life Solutions(한화비전, 한화모멘텀, 한화로보틱스/한화갤러리아, 한화호텔&리조트)로 명확한 아이덴티티와 사업군별 전략 최적화를 통한 성장성 확대와 함께 적극적인 주주환원 확대 정책도 주가 재평가의 긍정적 동인

인적분할을 통한 사업 포트폴리오 최적화

한화는 1월 14일 존속법인 ㈜한화와 신설법인(한화머시너리앤서비스홀딩스)로 인적분할을 통해 사업포트폴리오를 최적화해 복합기업 할인을 축소하고 기업가치제고 계획을 토대로 지주사 할인을 축소해 나갈 것임을 밝힘. 존속법인 ㈜한화에는 방산/우주항공, 조선해양, 에너지/케미칼, 금융 등 인프라 그룹이 속하고, 신설법인에는 테크솔루션, 라이프솔루션 등이 포함되며, 분할비율은 순자산비율을 감안해 76%(존속): 24%(신설)로 정함. 분할목적은 각 부문 잠재 성장력 극대화, 부문 간 시너지 극대화, 지배구조 선진화 등임. 분할일정은 임시주총(6/15)을 거쳐 분할기일은 7월 1일임. 변경 및 재상장일은 7월 24일임.

기업가치 제고를 통한 NAV 할인율 축소 가능

이번 인적분할과 동시에 기업가치 제고 계획도 발표했는데, 1) 연결 매출 성장(2025~2030년 연평균 성장률 약 10% 달성), 2) 자본효율성 향상, ROE 개선(2025E 7.8%→2030년 12% 달성), 중장기적으로 ROE>COE 구조 실현, 3) 주주환원 정책(자사주 445만주 5.9% 2025년 6월 이내 소각, 최소 DPS 1,000원 제시, 향후 지속적 상향 검토) 등을 공시함.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 175,000원 상향

인적분할을 통한 성장 잠재력 확대와 함께 주주환원 정책 강화 등을 긍정적으로 평가함. 기존 보유 자사주 이익소각 단행은 타 지주사들에게도 귀감이 될 것으로 판단함. 주력 자회사 지분가치 상승과 적극적인 주주환원 확대를 감안해 NAV 대비 할인율 조정(49.0%→43.0%)으로 목표주가를 상향 조정함. 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 7.4배, 0.9배 수준이고, NAV 대비 할인율도 56.5%로 여전히 저평가되어 있음. 성장을 통한 기업가치 제고와 함께 적극적인 주주환원 정책을 통해 추가적인 주가 재평가도 가능할 것임.

표 1 한화 적정주주가치 산출 근거 (단위: 십억원, 천주, 원, %)

내역		지분율	시가총액, 순자산가액	가치	비고
1. 투자자산가치				26,023	
상장사	한화생명	43.24	2,940	1,271	공정가치 평가
	한화에어로스페이스	32.18	65,434	21,057	
	한화비전	33.95	2,636	895	
	한화솔루션	36.15	4,976	1,799	
	한화갤러리아	36.15	314	114	
비상장사	한화호텔&리조트	49.80		249	장부가액
	기타			639	
2. 별도 영업가치				956	25E EBITDA X EV/EBITDA 2.0배
3. 기업가치(=1+2)				26,980	
4. 순차입금				4,839	별도 기준 (25/3Q)
5. 적정시가총액(=3-4)				22,141	
발행주식수				70,509	자사주 5.9% 이익소각 반영
주당 NAV (원)				314,011	
목표주가 (원)				175,000	
NAV 대비 할인율				43.0%	실적, 주주환원, 지배구조 감안
현재주가 (원)				128,500	
상승여력 (%)				36.2	

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 한화 재무안정성 지표 추이 및 전망

(십억원, %, 배)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총차입금	16,221	18,203	37,250	52,581	66,449	66,409	66,369
순차입금	10,141	10,760	27,701	42,094	51,556	50,178	48,634
부채비율(%)	825.6%	493.7%	531.8%	537.1%	516.4%	513.9%	510.2%
차입금의존도 (%)	8.0%	9.2%	17.8%	20.9%	23.0%	22.6%	22.1%
순차입금의존도 (%)	5.0%	5.5%	13.2%	16.7%	17.9%	17.0%	16.2%
총차입금/EBITDA (배)	3.9	4.9	9.4	13.1	8.4	6.4	5.9
순차입금/EBITDA (배)	2.4	2.9	7.0	10.5	6.5	4.8	4.3
단기유동성	1.4	1.8	2.2	2.3	2.3	2.4	2.5
당좌비율	85.3%	83.6%	323.1%	236.2%	191.3%	189.2%	187.1%
유동비율	107.1%	105.8%	149.6%	141.5%	136.0%	136.8%	137.7%
자기자본비율	10.8%	16.8%	15.8%	15.7%	16.2%	16.3%	16.4%
현금성자산 (A)	6,079	7,442	9,548	10,487	14,893	16,231	17,735
단기성차입금 (B)	6,791	8,688	20,598	28,262	39,192	39,172	39,152
A/B (%)	89.5	85.7	46.4	37.1	38.0	41.4	45.3
단기성차입금/총차입금 (%)	41.9	47.7	55.3	53.7	59.0	59.0	59.0
영업이익	2,928	2,370	2,412	2,416	5,258	6,081	6,735
EBITDA	4,172	3,727	3,966	4,018	7,923	10,403	11,327
순이자비용	381	535	882	1,162	497	501	501
이자보상배율 (영업이익 대비)	7.7	4.4	2.7	2.1	10.6	12.1	13.5
이자보상배율 (EBITDA 대비)	10.9	7.0	4.5	3.5	15.9	20.8	22.6

자료: 한화, 흥국증권 리서치센터

[흥국증권주식회사] 기업분석팀_박종렬_2026-01-15

그림 1 한화 인적분할 전후 지배구조

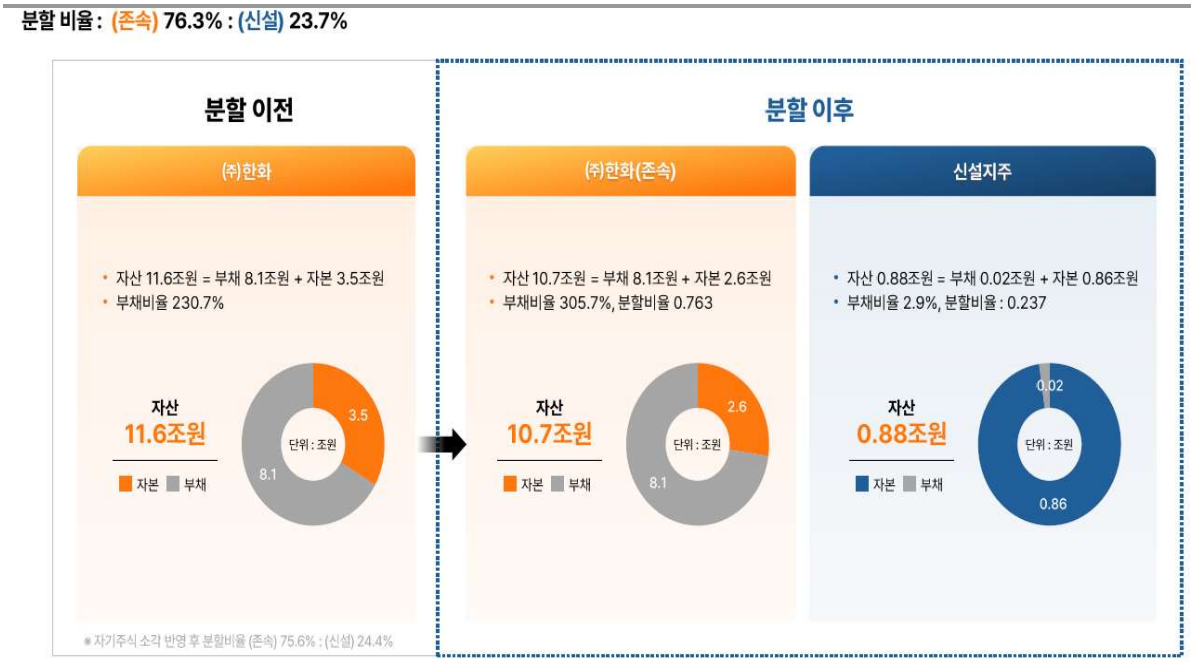
자료: 한화, 흥국증권 리서치센터

그림 2 한화 기업가치 제고 계획

자료: 한화, 흥국증권 리서치센터

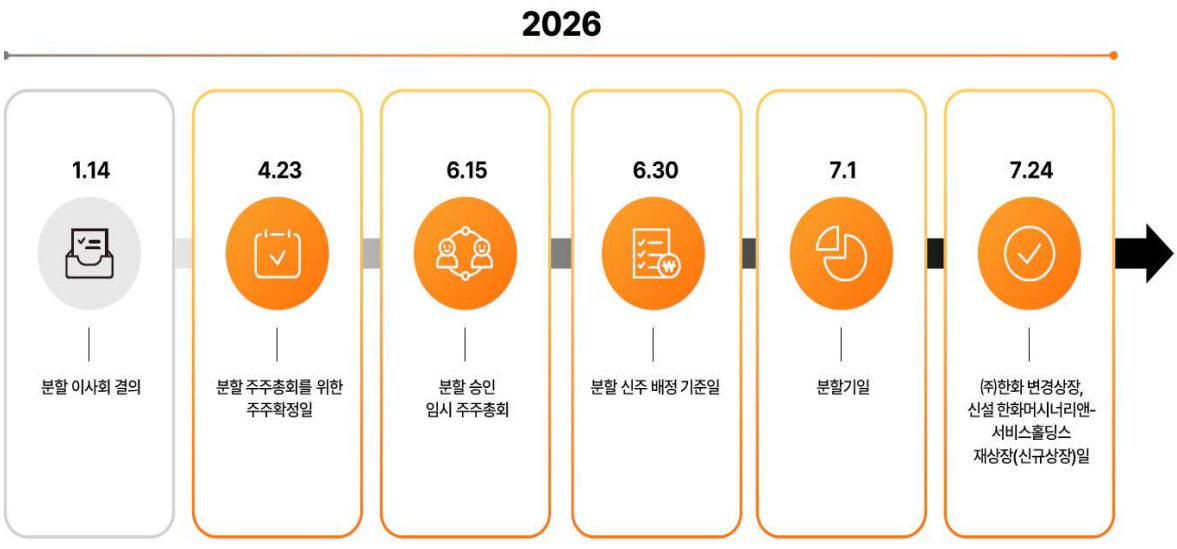
[흥국증권주식회사] 기업분석팀_박종렬_2026-01-15

그림 3 한화 인적분할 분할 비율



자료: 한화, 흥국증권 리서치센터

그림 4 한화 인적분할 일정



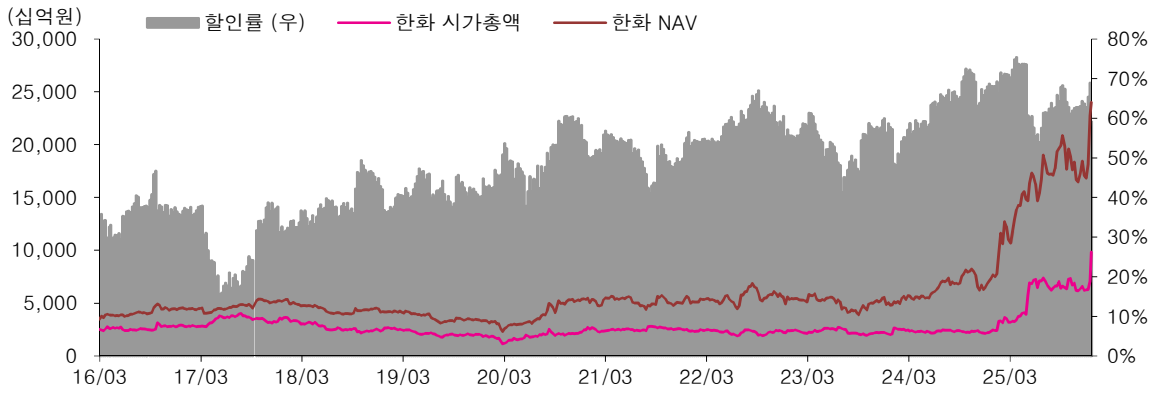
자료: 한화, 흥국증권 리서치센터

[흥국증권주식회사]
기업분석팀_박종렬_2026-01-15

그림 5 한화 인적분할 이후 그룹 포트폴리오 현황

자료: 한화, 흥국증권 리서치센터

그림 6 한화 시가총액과 NAV(상장/비상장) 대비 할인율 추이



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

[흥국증권주식회사]
기업분석팀_박종렬_2026-01-15

표 3 한화 연간/분기 실적 추이 (단위: 십억원, % YoY, $/bbl)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	16,643	19,242	17,787	22,609	17,422	20,886	19,351	23,863	55,647	76,281	81,523
한화(별도)	1,103	1,130	1,076	1,404	1,073	1,138	1,105	1,416	5,880	4,713	4,732
한화생명	6,455	7,790	5,847	7,496	6,597	7,954	5,958	7,630	24,585	27,588	28,139
한화솔루션	3,095	3,117	3,364	4,683	3,088	3,573	3,768	4,922	12,394	14,259	15,351
한화에어로스	5,484	6,311	6,486	9,226	6,149	7,311	7,485	10,093	11,240	27,507	31,039
한화호텔	188	426	871	211	194	437	892	216	751	1,697	1,738
연결조정	318	468	142	-410	322	473	143	-414	797	518	523
매출총이익	2,314	2,711	2,722	2,850	2,190	2,845	2,810	2,912	6,923	10,597	10,758
영업이익	1,072	1,335	1,344	1,507	1,223	1,461	1,682	1,715	2,416	5,258	6,081
한화(별도)	152	130	65	81	152	62	70	82	309	428	366
한화생명	371	241	355	200	382	248	363	229	1,097	1,167	1,223
한화솔루션	30	102	-7	90	70	106	138	95	-300	215	409
한화에어로스	561	864	856	1,293	661	1,048	1,033	1,468	1,732	3,575	4,209
한화호텔	-12	12	49	-4	-12	12	51	-4	14	45	47
연결조정	-30	-14	26	-154	-30	-14	26	-156	-435	-172	-174
세전이익	548	497	1,123	1,552	984	483	1,278	1,720	2,068	3,720	4,465
지배주주순이익	86	74	365	418	265	130	344	464	773	944	1,203
수익성(%)											
GPM	13.9	14.1	15.3	12.6	12.6	13.6	14.5	12.2	12.4	13.9	13.2
OPM	6.4	6.9	7.6	6.7	7.0	7.0	8.7	7.2	4.3	6.9	7.5
한화(별도)	13.8	11.5	6.0	5.8	14.1	5.5	6.3	5.8	5.2	9.1	7.7
한화생명	5.8	3.1	6.1	2.7	5.8	3.1	6.1	3.0	4.5	4.2	4.3
한화솔루션	1.0	3.3	-0.2	1.9	2.3	3.0	3.7	1.9	-2.4	1.5	2.7
한화에어로스	10.2	13.7	13.2	14.0	10.7	14.3	13.8	14.5	15.4	13.0	13.6
한화호텔	-6.4	2.8	5.6	-1.7	-6.3	2.7	5.7	-1.6	1.8	2.7	2.7
RPM	3.3	2.6	6.3	6.9	5.6	2.3	6.6	7.2	3.7	4.9	5.5
NPM	0.5	0.4	2.1	1.9	1.5	0.6	1.8	1.9	1.4	1.2	1.5
성장성(% YoY)											
매출액	33.8	48.1	45.6	25.6	4.7	8.5	8.8	5.5	4.7	37.1	6.9
영업이익	355.1	152.5	155.8	33.8	14.0	9.4	25.1	13.8	0.2	117.6	15.6
세전이익	흑전	흑전	399.8	-18.9	79.4	-2.7	13.8	10.8	-7.9	79.9	20.0
순이익	흑전	흑전	31.5	-41.7	208.9	74.9	-5.7	10.8	103.2	22	27.5
기본가정											
세계GDP	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.6	2.9	2.9
국제유가	71.4	63.7	65.0	59.1	58.0	58.0	57.0	57.0	75.8	64.8	57.5
한국GDP	0.0	0.6	1.8	1.7	2.3	2.0	1.4	1.7	2.0	1.0	1.9
민간소비	0.6	0.9	1.9	1.8	2.1	2.0	1.6	1.6	1.1	1.3	1.8
소비자물가	2.1	2.1	2.0	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8	2.4	2.2	2.0
원/달러(평균)	1,452	1,399	1,387	1,452	1,445	1,435	1,420	1,410	1,364	1,423	1,428
WTI×FX	1.4	-19.5	-11.7	-12.8	-19.2	-6.6	-10.2	-6.3	2.3	-10.7	-10.6

자료: 한화, 흥국증권 리서치센터

[흥국증권주식회사] 기업분석팀_박종렬_2026-01-15

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**53,135**	**55,647**	**76,280**	**81,523**	**85,407**
증가율 (Y-Y,%)	4.4	4.7	37.1	6.9	4.8
영업이익	**2,412**	**2,416**	**5,258**	**6,081**	**6,735**
증가율 (Y-Y,%)	1.8	0.2	117.6	15.6	10.8
EBITDA	3,966	4,018	7,923	10,403	11,327
영업외손익	(165)	(348)	(1,910)	(1,615)	(1,621)
순이자수익	(882)	(1,162)	(497)	(501)	(501)
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	20	1,232	251	0	0
세전계속사업손익	2,247	2,068	3,348	4,465	5,114
당기순이익	**1,636**	**1,690**	**2,584**	**3,438**	**3,938**
지배기업당기순이익	**380**	**773**	**944**	**1,203**	**1,378**
증가율 (Y-Y,%)	(67.6)	103.2	22.1	27.5	14.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	1.4	1.7	14.4	15.3	15.3
영업이익증가율(3Yr)	15.9	(6.2)	30.4	36.1	40.7
EBITDA증가율(3Yr)	12.1	(1.2)	28.6	37.9	41.3
순이익증가율(3Yr)	32.2	(9.5)	8.7	28.1	32.6
영업이익률(%)	4.5	4.3	6.9	7.5	7.9
EBITDA마진(%)	7.5	7.2	10.4	12.8	13.3
순이익률 (%)	3.1	3.0	3.4	4.2	4.6
NOPLAT	**1,756**	**1,975**	**4,057**	**4,682**	**5,186**
(+) Dep	1,554	1,602	2,665	4,322	4,592
(-) 운전자본투자	28,652	11,058	10,503	(28)	(10)
(-) Capex	4,280	5,595	6,247	6,522	6,833
OpFCF	(29,623)	(13,076)	(10,029)	2,511	2,955

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	60,512	83,191	107,219	110,465	114,051
현금성자산	9,548	10,487	14,893	16,231	17,735
매출채권	7,836	10,722	10,481	11,062	11,704
재고자산	7,750	13,350	19,394	20,470	21,658
비유동자산	149,227	168,846	181,365	183,876	186,428
투자자산	121,188	126,363	134,166	134,241	134,316
유형자산	22,994	31,755	35,644	38,099	40,594
무형자산	4,982	10,586	11,555	11,536	11,518
자산총계	**209,738**	**252,037**	**288,585**	**294,341**	**300,479**
유동부채	40,441	58,787	78,836	80,752	82,824
매입채무	10,269	13,508	21,915	23,131	24,474
유동성이자부채	20,598	28,262	39,192	39,172	39,152
비유동부채	136,099	153,688	162,927	165,641	168,410
비유동이자부채	16,652	24,320	27,257	27,237	27,217
부채총계	**176,539**	**212,475**	**241,763**	**246,393**	**251,234**
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	2,051	2,051	2,051
이익잉여금	7,599	8,131	8,998	10,125	11,422
자본조정	1,348	316	185	185	185
자기주식	(7)	(133)	(133)	(133)	(133)
자본총계	**33,199**	**39,562**	**46,821**	**47,948**	**49,245**
투하자본	(52,428)	(36,149)	(27,099)	(27,356)	(27,608)
순차입금	27,701	42,094	51,556	50,178	48,634
ROA(%)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
ROE(%)	3.5	7.2	8.4	9.8	10.2
ROIC(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	4,831	10,090	13,354	17,078	19,584
BPS	110,214	113,303	123,812	135,728	149,446
DPS	750	800	850	900	950
Multiples(x,%)					
PER	5.3	2.7	9.6	7.5	6.6
PBR	0.2	0.2	1.0	0.9	0.9
EV/ EBITDA	7.6	11.1	7.8	5.8	5.2
배당수익율	2.9	3.0	0.7	0.7	0.7
PCR	0.8	0.9	1.5	1.5	1.4
PSR	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	531.8	537.1	516.4	513.9	510.2
Net debt/Equity	83.4	106.4	110.1	104.7	98.8
Net debt/EBITDA	698.6	1,047.6	650.7	482.3	429.4
유동비율	149.6	141.5	136.0	136.8	137.7
이자보상배율	2.7	2.1	10.6	12.1	13.5
이자비용/매출액	1.7	2.1	0.7	0.7	0.6
자산구조					
투하자본(%)	(67.0)	(35.9)	(22.2)	(22.2)	(22.2)
현금+투자자산(%)	167.0	135.9	122.2	122.2	122.2
자본구조					
차입금(%)	52.9	57.1	58.7	58.1	57.4
자기자본(%)	47.1	42.9	41.3	41.9	42.6

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

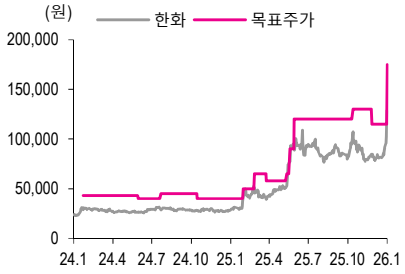
현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**3,793**	**6,881**	**6,326**	**8,288**	**8,769**
당기순이익	1,636	1,690	2,956	3,438	3,938
자산상각비	1,554	1,602	2,665	4,322	4,592
운전자본증감	(2,381)	(420)	(4,160)	28	10
매출채권감소(증가)	(304)	(1,277)	(1,920)	(581)	(642)
재고자산감소(증가)	(1,054)	(1,725)	(6,393)	(1,076)	(1,189)
매입채무증가(감소)	64	(106)	3,796	1,216	1,343
투자현금	**(6,668)**	**(14,049)**	**(14,834)**	**(6,943)**	**(7,256)**
단기투자자산감소	406	(8,758)	(6,373)	(110)	(112)
장기투자증권감소	(2,249)	419	(53)	(5)	(5)
설비투자	(4,280)	(5,595)	(6,247)	(6,522)	(6,833)
유무형자산감소	(128)	41	(220)	(236)	(236)
재무현금	**1,799**	**7,179**	**9,216**	**(117)**	**(121)**
차입금증가	3,923	7,269	5,749	(40)	(40)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금	(74)	(74)	(72)	(77)	(81)
현금 증감	(1,067)	316	610	1,229	1,392
총현금흐름(Gross CF)	**3,061**	**2,813**	**8,060**	**8,260**	**8,759**
(-) 운전자본증가(감소)	28,652	11,058	10,503	(28)	(10)
(-) 설비투자	4,280	5,595	6,247	6,522	6,833
(+) 자산매각	(128)	41	(220)	(236)	(236)
Free Cash Flow	(29,999)	(13,799)	(8,912)	1,530	1,700
(-) 기타투자	2,249	(419)	53	5	5
잉여현금	(32,248)	(13,381)	(8,965)	1,525	1,695

[흥국증권주식회사]
기업분석팀_박종렬_2026-01-15

한화 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-10-18	담당자변경			
2024-02-06	Buy	43,000	(35.3)	(28.5)
2024-06-13	Buy	40,000	(29.2)	(21.4)
2024-08-05	Buy	45,000	(35.5)	(31.7)
2024-10-29	Buy	40,000	(28.2)	(5.8)
2025-02-13	Buy	50,000	(10.8)	4.6
2025-03-11	Buy	65,000	(31.8)	(21.5)
2025-04-08	Buy	58,000	(18.7)	(8.6)
2025-05-26	Buy	65,000	2.2	16.2
2025-06-02	Buy	90,000	0.5	5.7
2025-06-12	Buy	120,000	(25.9)	(9.3)
2025-10-27	Buy	130,000	(32.5)	(17.5)
2025-12-10	Buy	115,000	(25.1)	11.7
2026-01-15	Buy	175,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286