한화 (000880)

Analyst 김한이 haneykim@hmsec.com

인적분할, 기업가치제고계획 발표. 자기주식 소각 예정

BUY **TP 157,000원**

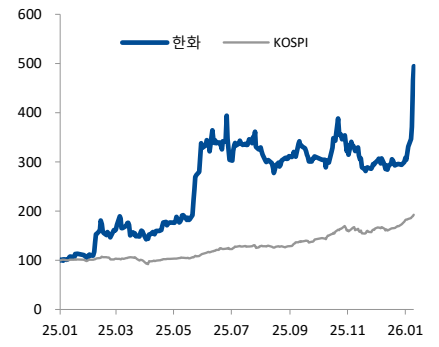
현재주가 (1/15)	136,500원
상승여력	15.0%
시가총액	10,232십억원
발행주식수	70,508천주
자본금/액면가	474십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	136,500원/28,700원
일평균 거래대금 (60일)	48십억원
외국인 지분율	16.53%
주요주주 지분율	
한화에너지외 7인	55.85%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	67.9	63.7	44.0
상대주가(%p)	43.2	24.8	-3.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	5,749	11,794	108,000
After	5,710	12,131	157,000
Consensus	7,148	10,313	
Cons. 차이	-20.1%	17.6%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 회사의 인적분할/기업가치제고계획 개요는 인적분할을 통해 사업포트폴리오를 최적화하여 복합기업 할인을 축소하고, 기업가치제고계획을 토대로 지주사 할인을 축소하여 기업가치를 제고하는 것. 존속 : 신설 분할비율은 0.76 : 0.24, 분할 주주총회 예정일 6/15
- 6개 사업부문 중 Tech Solutions(계열사 한화비전, 세미텍, 모멘텀, 로보틱스 등), Life Solutions(갤러리아, 호텔앤드리조트, 아워홈 등)를 인적분할. 재상장예정일은 7/24
- 기업가치제고계획의 골자는 연결 매출 성장, ROE 개선, 주주환원 확대. 또한 보통주 자사주 7.4% 중 임직원 성과보상분 제외 보유 전량, 약 5.9%를 소각하며 FY25F 보통주 최소 DPS 1,000원 지급도 포함. 24A 대비 DPS 25% 이상 상향. 소각 주주총회 예정일은 3/26

주요 이슈 및 실적 전망

- 현재 NAV 22.7조원 산출 기준으로, 자산부채배분에 따른 분할 후 NAV는 존속회사 21.0조원, 신설회사 1.7조원으로 계산됨. 신설회사에는 계열사 지분과 운영자금용도의 현금성자산 1천억원 배분됨. 주주총회(6/15) 이후 거래정지(6/29~7/23)를 거쳐 재상장일(7/24)에 양사 valuation 변화하며 시총 결정될 예정. 현재 한화 시총 10.2조원, NAV 할인율 54.9%
- 분할 후 존속법인과 신설지주는 맞춤형 전략으로 외형 성장 추진 계획. 사업부문별 매출계획(CAGR), 투자계획 등이 제시됨. 분할 계열사들이 한화 연결실적에서 차지하는 비중은 그리 높지 않은 편. 참고지표로 분할 계열사들 실적을 단순합산하여 한화 기존 연결실적 대비 비중을 구해보면 24A 매출 3.8%, 영업이익 0.7% 등이며 3Q25 누적실적 기준은 매출 6.5%, 영업이익 4.7% 등. 연결조정금액과 24년중 한화비전 분할신설, 25년중 아워홈 인수, 일회성 손익 등 감안할 필요

Valuation 및 주가 전망

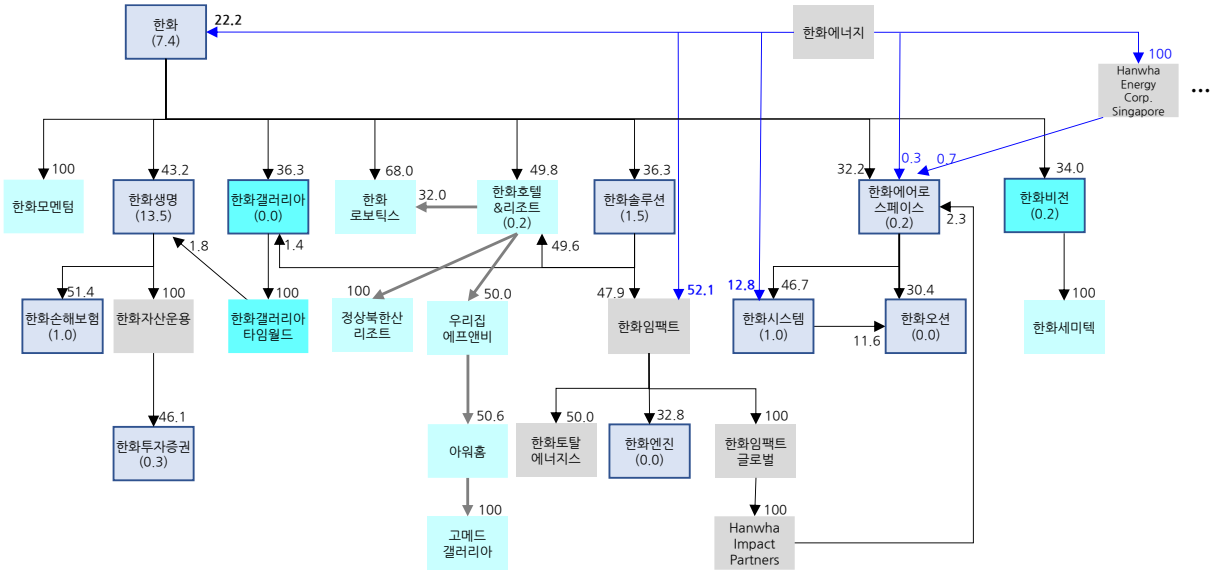
- 투자의견 BUY 유지, TP 10.8만원→15.7만원으로 45% 상향. NAV가 직전 보고서(11/6)기준 17.8조원→현재 22.7조원으로 상장지분가치를 주축으로 증가한 점이 주된 요인. 목표할인율은 51.1%로 하향함. 이는 기업가치제고 기대 높아졌던 '24.2월 저점 수준. 이번 기업가치제고계획, 자기주식소각 등 반영하며 재평가, 즉 추가 축소 목표하는 셈. 현 할인율 54.9%
- NAV 구성은 영업가치 1.1조원, 상장지분 25.6조원, 비상장지분 1.3조원, 순차입금 5.3조원 등. 한화에어로 지분가치 비중이 90% 상회하는 구조. 발표 이전엔 지분가치 증가에 한화 시총 동행하며 상승해온 것으로 판단. 최근 한화에어로가 지분 각 47%, 30% 보유한 한화시스템, 한화오션과 주가흐름 동행 경향도 발생한 바 있음. 건설부문 이라크 사업 국무회의 승인 기다림 이어지는 등, 본업 실적증대 속도 영향으로 할인이 소폭 확대되어 왔다고 해석
- 포트폴리오 특성에 따른 산업군 분할, 배당확대와 자기주식소각 등 포함한 기업가치제고계획 발표된 점 반영하며 점진적 할인 개선세를 기대함. 시가총액이 상장지분가치 추이에 동행하는 흐름도 이어질 것으로 예상함. 기대와 함께 지분가치도 살펴보는 접근 추천

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	5.5	3.5	2.9
2024	55,647	2,416	773	4,018	10,090	108.9	2.7	0.2	9.1	7.2	3.0
2025F	74,625	4,551	449	8,769	5,710	-43.4	14.3	0.7	8.6	4.1	1.2
2026F	81,731	6,634	902	10,365	12,131	112.5	11.3	1.0	7.9	7.8	0.8
2027F	86,167	7,773	1,112	11,132	15,476	27.6	8.8	1.0	7.7	9.0	0.8

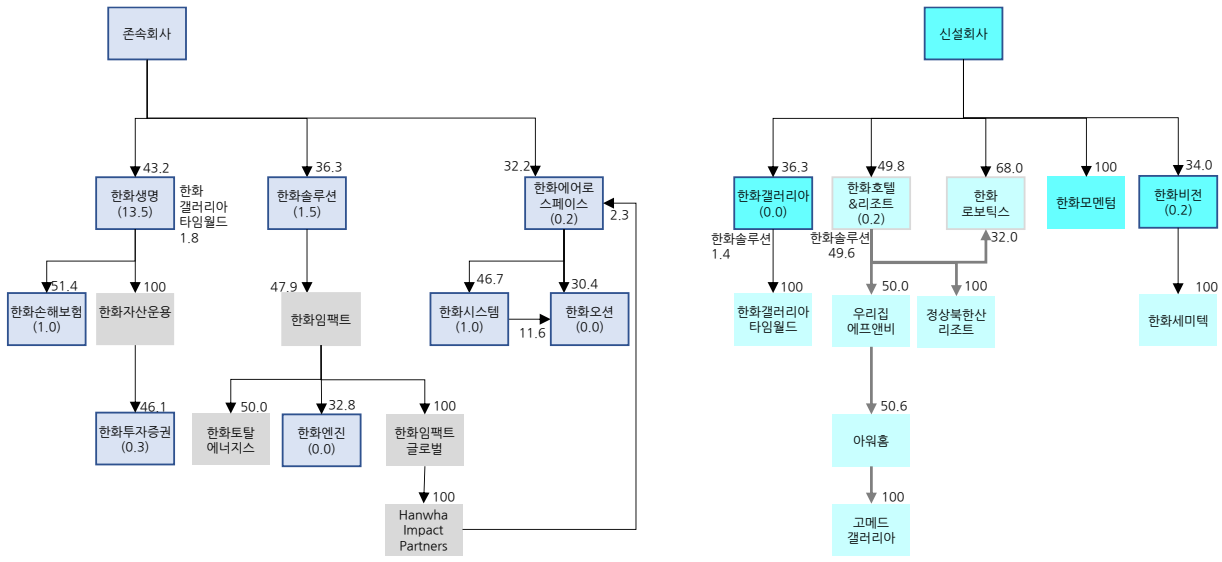
* K-IFRS 연결 기준

<그림1> 한화그룹 주요 계열사 지분 소유 구조



자료: DART, 한화, 현대차증권
주: 한화 자기주식 7.4% 중 5.9% 소각 예정. 한화호텔앤드리조트, 아워홈 8% '27.5 까지 매매거래계약

<그림1> 분할 후 존속회사, 신설회사 주요 계열사 지분 소유 구조



자료: DART, 한화, 현대차증권

〈그림3〉 현재 NAV 산출

(십억원, %, 원)	지분율	시가총액	평가금액	비중	비고
영업가치			**1,075**	**4.7**	**평가금액 유지. 25F 별도 EBITDA 3.1x 수준**
상장 자회사			**25,623**	**112.9**	**전일 종가**
한화솔루션	36.3%	5,088	1,848	8.2	
한화생명	43.2%	2,818	1,219	5.4	
한화에어로	32.2%	66,723	21,474	94.6	
한화비전	34.0%	2,752	934	4.1	신설회사로 분할
한화갤러리아	36.3%	408	148	0.7	신설회사로 분할
비상장자회사			**1,259**	**5.5**	**직전 공시 장부가액**
한화호텔&리조트	49.8%		249	1.1	신설회사로 분할
기타비상장			1,010	4.5	한화로보틱스 42.4bn, 모멘텀 238.3bn 신설회사로 분할
순차입금			**5,259**	**-23.2**	**직전분기 별도. 100bn 신설회사로 분할**
NAV(십억원)			**22,698**	**100.0**	**자기주식 가치 가산 제외**
목표 할인율			51.1%		'24.2 저점 수준
TP(원)			**157,000**		

자료: 현대차증권

〈그림4〉 현재 NAV 산출 기준 존속회사, 신설회사 NAV 비교

(십억원, %)	존속회사				신설회사			
	지분율	시가총액	평가금액	비중	지분율	시가총액	평가금액	비중
영업가치			**1,075**	**5.1**			**-**	**-**
상장 자회사			**24,540**	**116.9**			**1,079**	**63.2**
한화솔루션	36.3%	5,088	1,848	8.8				
한화생명	43.2%	2,818	1,219	5.8				
한화에어로	32.2%	66,414	21,474	102.3				
한화비전					34.0%	2,752	934	54.6
한화갤러리아					36.3%	408	148	8.7
비상장자회사			**729**	**3.5**			**530**	**30.9**
한화호텔&리조트					49.8%		249	14.5
기타비상장			729	3.5			281	16.4
순차입금			**5,359**	**-25.5**			**-100**	**5.8**
NAV(십억원)			**20,986**	**100.0**			**1,712**	**100.0**

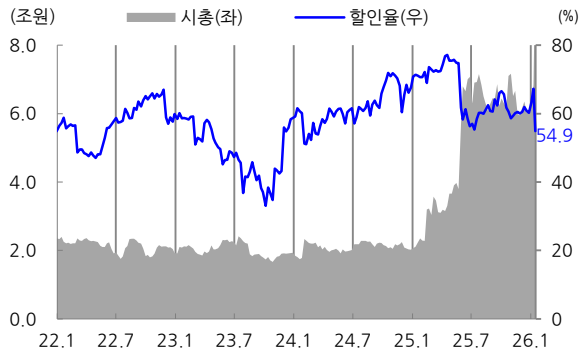
자료: 현대차증권

〈그림5〉 분할 주요 일정

구분	일자
분할계획서 승인을 위한 이사회 결의일 / 주요사항보고서 제출일	2026.1.14
자기주식 소각(감자) 주주총회 예정일	2026.3.26
증권신고서 제출일(예정) / 분할주주총회를 위한 주주확정일(예정)	2026.4.23
주주총회 소집공고 및 통지일(예정)	2026.5.29
분할계획서 승인을 위한 주주총회일(예정) / 주식병합 공고 및 통지일(예정)	2026.6.15
감자기준일	2026.6.23
신주 배정 기준일(예정)	2026.6.30
분할기일(예정)	2026.7.1
거래정지기간(예정)	2026.6.29~ 2026.7.23
변경상장, 재상장(보통주) 및 신규상장(종류주식)일 (예정)	2026.7.24

자료: DART, 현대차증권

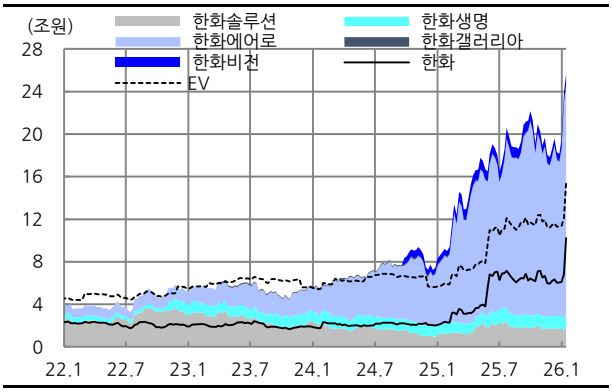
〈그림6〉 시가총액과 NAV 대비 할인율



자료: 현대차증권

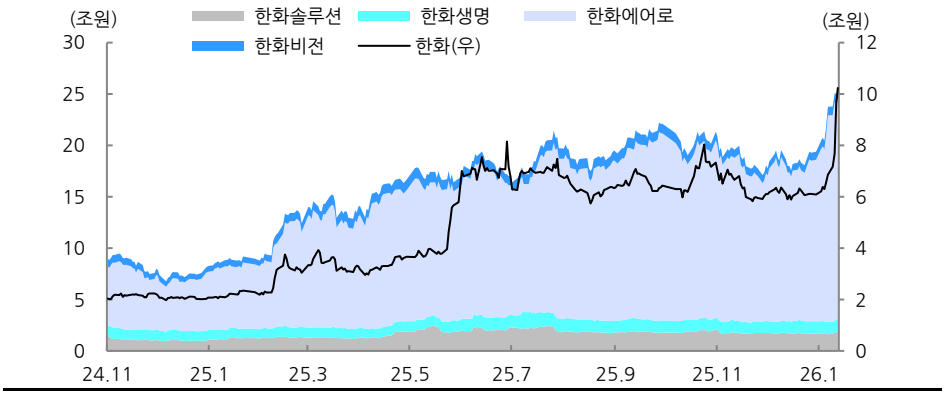
주: 자기주식가치 가산 제외한 NAV 기준

〈그림7〉 시가총액과 상장지분가치, EV



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림8〉 Daily 시가총액과 상장지분가치



자료: 현대차증권

〈그림9〉 연결기준 한화, 분할되는 계열사들 실적

(십억원)	2024A	비중	2025 3Q 누적	비중	1Q25	2Q25	3Q25
매출							
한화 연결	55,647		53,671		16,643	19,242	17,787
신설회사 단순합산	4,744	8.5%	3,506	6.5%	851	1,137	1,518
- 갤러리아(연결)	538		382		129	127	126
- 비전(연결)	493		1,332		452	457	423
: 세미텍	401		NA		-	-	-
- 호텔앤드리조트(연결)	751		1,486		188	426	871
: 아워홈(연결)	2,244		NA		NA	NA	NA
- 모멘텀(연결)	308		307		82	127	98
- 로보틱스(별도)	9		NA		NA	NA	NA
영업이익							
한화 연결	2,416		3,752		1,073	1,335	1,344
신설회사 단순합산	44	1.8%	176	4.7%	28	67	82
- 갤러리아(연결)	3		0		2	-5	3
- 비전(연결)	-0		132		44	56	31
: 세미텍	-61		NA		NA	NA	NA
- 호텔앤드리조트(연결)	14		49		-12	12	49
: 아워홈(연결)	89		NA		NA	NA	NA
- 모멘텀(연결)	17		-5		-6	4	-2
- 로보틱스(별도)	-18		NA		NA	NA	NA
지배지분순익							
한화 연결	773		526		86	74	365
신설회사 단순합산	-35	-4.5%	108	20.5%	-25	-32	165
- 갤러리아(연결)	-19		-22		-4	-14	-3
- 비전(연결)	11		-18		-2	-10	-6
: 세미텍	-47		NA		NA	NA	NA
- 호텔앤드리조트(연결)	-23		160		-10	-10	180
: 아워홈(연결)	55		NA		NA	NA	NA
- 모멘텀(연결)	0		-13		-8	1	-6
- 로보틱스(별도)	-12		NA		NA	NA	NA

자료: DART, 현대차증권

주: 연결조정금액 및 '24.9 한화비전 인적분할 신설, '25년중 호텔앤드리조트 아워홈 인수, 일회성 손익 등 감안 필요

*로보틱스 별도 당기순이익에 한화 지분율 68% 곱한 수치

〈그림10〉 현 NAV 기준 자기주식 소각 전후 주식수, 할인율 구간에 따른 주당가치 변화

(원)		NAV 할인율				
	주당 NAV (할인 적용 X)	65% (1 월 평균)	60%	현재 55% (전일종가)	51% ('24.2 저점 수준)	50%
총주식수 기준	302,807	105,900	121,100	136,500	148,000	151,400
자기주식 5.9% 소각 후 주식수 기준	321,921	112,600	128,700	145,100	157,400	160,900

자료: 현대차증권

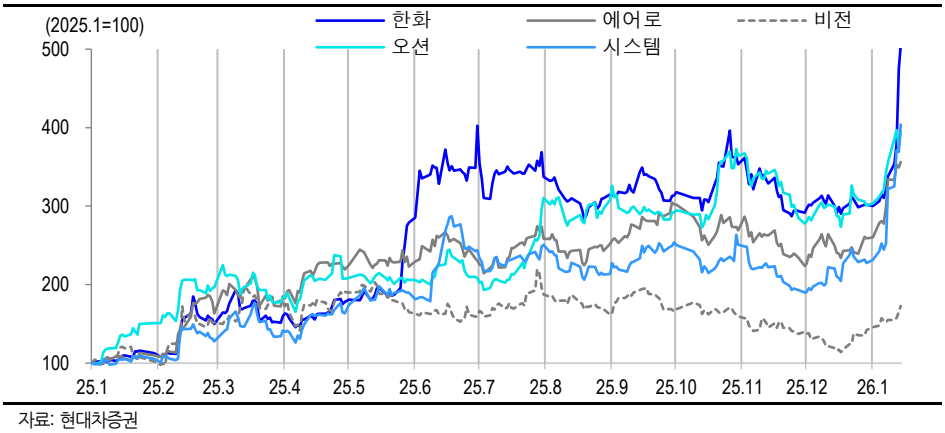
주: 전일 종가 기준 지분가치 반영한 NAV 22.7조원 기준. 할인율 적용 후 주당가치는 100원 단위 반올림

〈그림11〉 현 NAV 기준 주요 상장계열사 가치 변동에 따른 NAV, 주당가치 변화

(십억원, 원)		NAV 할인율				
	(할인 적용 X)	65% (1 월 평균)	60%	현재 55% (전일종가)	51% ('24.2 저점 수준)	50%
NAV(십억원)	22,698					
한화에어로 주가 변동						
1,164,600 원 (-10%)	20,551	7,193	8,220	9,264	10,049	10,275
1,229,300 원 (-5%)	21,624	7,569	8,650	9,748	10,574	10,812
1,294,000 원 (현재)	22,698	7,944	9,079	10,232	11,099	11,349
1,358,700 원 (+5%)	23,772	8,320	9,509	10,716	11,624	11,886
1,423,400 원 (+10%)	24,845	8,696	9,938	11,200	12,149	12,423
총주식수 기준 주당가치(원)	302,807					
한화에어로 주가 변동						
-10%	274,159	95,900	109,600	123,500	134,000	137,000
-5%	288,483	100,900	115,300	130,000	141,000	144,200
(-)	302,807	105,900	121,100	136,500	148,000	151,400
+5%	317,130	110,900	126,800	142,900	155,000	158,500
+10%	331,454	116,000	132,500	149,400	162,000	165,700
자기주식 5.9% 소각 후 주식수 기준 주당가치(원)	321,921					
한화에어로 주가 변동						
-10%	291,465	102,000	116,500	131,300	142,500	145,700
-5%	306,693	107,300	122,600	138,200	149,900	153,300
(-)	321,921	112,600	128,700	145,100	157,400	160,900
+5%	337,149	118,000	134,800	151,900	164,800	168,500
+10%	352,377	123,300	140,900	158,800	172,300	176,100

자료: 현대차증권
주: 전일 종가 기준 지분가치 반영한 NAV 22.7조원 기준. 할인율 적용 후 주당가치는 100원 단위 반올림

〈그림12〉 계열사 vs. 한화 주가 추이



자료: 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
EBITDA이익률(%)	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
지배주주지분순이익	380	773	449	902	1,112
비지배주주지분순이익	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	110,890	116,973	121,934
현금성자산	8,529	8,844	8,427	9,530	10,830
단기투자자산	1,020	1,643	5,256	5,272	5,288
매출채권	4,826	7,339	8,439	9,243	10,121
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	178,055	178,810	179,793
유형자산	22,994	31,755	30,786	30,274	30,111
무형자산	4,982	10,586	10,138	9,735	9,372
투자자산	114,279	119,184	129,542	130,916	132,101
기타비유동자산	6,972	7,321	7,589	7,885	8,209
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	209,738	252,037	288,946	295,783	301,728
유동부채	40,441	58,787	75,788	77,464	77,581
단기차입금	13,703	20,125	28,125	28,687	29,261
매입채무	4,067	5,439	7,294	7,989	7,190
유동성장기부채	4,122	5,023	6,623	6,822	7,027
기타유동부채	18,549	28,200	33,746	33,966	34,103
비유동부채	136,099	153,688	171,972	173,802	175,514
사채	6,496	8,800	9,064	9,336	9,616
장기차입금	5,985	9,982	10,381	10,796	11,228
장기금융부채	3,317	4,527	4,527	4,527	4,527
기타비유동부채	120,301	130,379	148,000	149,143	150,143
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	176,539	212,475	247,761	251,267	253,095
지배주주지분	10,791	10,714	11,091	11,903	12,928
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	9,319	10,346
비지배주주지분	22,408	28,848	30,094	32,614	35,704
자본총계	33,199	39,562	41,185	44,517	48,632

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	3,793	6,881	7,623	4,979	5,080
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	835	-3,077	-3,413
기타	3,437	6,088	874	903	933
투자활동으로인한현금흐름	-6,668	-14,049	-16,928	-4,388	-4,244
투자자산의 감소(증가)	-105,484	-2,548	-10,335	-1,350	-1,161
유형자산의 감소	148	313	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,280	-5,595	-2,802	-2,817	-2,832
기타	102,948	-6,219	-3,791	-221	-251
재무활동으로인한현금흐름	1,799	7,179	8,888	512	464
차입금의 증가(감소)	3,626	5,207	399	415	432
사채의증가(감소)	2,658	2,303	264	272	280
자본의 증가	17	423	0	0	0
배당금	-74	-74	-72	-90	-86
기타	-4,428	-680	8,297	-85	-162
기타현금흐름	9	305	0	0	0
현금의증가(감소)	-1,067	316	-417	1,103	1,300
기초현금	9,596	8,529	8,844	8,427	9,530
기말현금	8,529	8,844	8,427	9,530	10,830

(단위:원, 배, %)

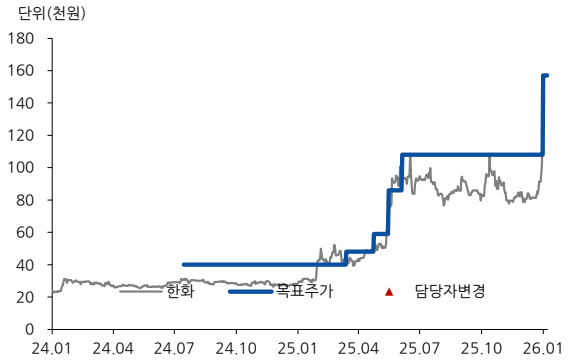
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익기준)	21,574	22,329	22,342	46,829	59,290
EPS(지배순이익기준)	4,831	10,090	5,710	12,131	15,476
BPS(자본총계기준)	339,074	418,368	435,533	494,019	539,690
BPS(지배지분기준)	110,214	113,303	117,283	132,084	143,473
DPS	750	800	1,000	1,000	1,000
P/E(당기순이익기준)	1.2	1.2	3.7	2.9	2.3
P/E(지배순이익기준)	5.3	2.7	14.3	11.3	8.8
P/B(자본총계기준)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
P/B(지배지분기준)	0.2	0.2	0.7	1.0	1.0
EV/EBITDA(Reported)	5.5	9.1	8.6	7.9	7.7
배당수익률	2.9	3.0	1.2	0.8	0.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-18.8	3.5	0.1	109.6	26.6
EPS(지배순이익 기준)	-68.7	108.9	-43.4	112.5	27.6
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	9.0
ROA	0.8	0.7	0.6	1.2	1.4
안정성 (%)					
부채비율	531.8	537.1	601.6	564.4	520.4
순차입금비율	순현금	14.2	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	-18.51	0.74
2025.12.19	AFTER 6M	108,000	-17.77	18.98
2026.01.15	BUY	157,000		

▶ 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 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
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.