# COMPANY UPDATE

2026. 2.11.


금융/소비재팀

박세웅 Analyst

sewoong.park@samsung.com


리서치센터 리포트 바로가기

# 한화 (000880)

## 4Q25 review - 주주 체감 이익을 바라볼 때

- 4Q 연결 영업이익 4,044억원, 연결 지배 순이익 -1,619억원으로 컨센서스 하회
- 다만, 현시점에서 더 관건인 것은 주주 체감 이익 향상을 통한 NAV 할인율 축소.
- 주요 자회사 실적 개선으로 ㈜한화 자본 여력 확대 기대되는 점 긍정적.

## WHAT'S THE STORY?

**4Q25 review – 업황 둔화 및 비용 증가로 컨센서스 하회:** 한화의 4Q25 연결 매출액은 21.1조원(+17% y-y)으로 컨센서스에 부합했으나, 영업이익은 4,044억원으로 y-y 64% 감소하며 시장 기대치를 하회. 이는 1) 방산 자회사가 지상방산 일회성 비용(약 950억원) 영향 등으로 연결 영업이익이 y-y 16% 감소했으며, 2) 에너지 자회사는 신재생에너지 모듈/EPC 사업 적자를 기록했기 때문. 한편, 연결 지배 순이익은 -1,619억원으로 y-y 적자 전환하였는데, 영업외손익의 세부 내역은 공개되지 않았으나, 자회사의 영업외비용 증가 영향으로 추정. 동 분기 별도 영업이익은 -120억원으로 y-y 적자 전환. 1) 건설 부문은 준공 추정 원가 상승으로 영업 적자를 기록했으며, 2) 글로벌 부문은 석화 및 질산업황 둔화 영향으로 영업 적자를 기록.

**2026년 valuation의 핵심은 주주 체감 이익 향상:** 4분기 결산 시점에서 투자자의 관심은 2026년 ㈜한화 사업 포트폴리오의 수익성 개선과 주주 체감 이익 간 연결성이라 판단. 동사는 지난 1월 복합기업 할인 축소를 목적으로 인적 분할을 결정한 바, 주주 체감 이익 향상을 통한 NAV 할인율 축소가 필요한 국면이기 때문. 특히 관건은 자회사의 향상된 이익이 주주 환원 등 효율적인 자본 배치로 이어지는지 여부. '26년은 별도 사업의 전방 업황 및 사업 측면 불확실성을 고려 시 수익성 개선이 제한적일 것으로 예상. 따라서, 자회사의 실적 개선에 따른 1) 배당금 수익과 2) 브랜드 로열티 수익이 ㈜한화 자본 여력 확대에 기여할 필요. 이러한 관점에서, '26년 연결 기준 수익성 개선이 전망되는 점은 긍정적. 동사의 '26년 연결 영업이익은 6.3조원(+50% y-y), 연결 지배 ROE는 9.0%(+5.6%pts y-y)로 전망. 이는 1) 방산 자회사의 견조한 수주 실적 지속과 2) 에너지 자회사의 美 통관 정상화 이후 점진적인 이익 개선이 이를 견인할 것이라 예상하기 때문. BUY 투자의견 유지.

### 분기 실적

| (십억원) | 4Q25 | 증감 (%) | | 차이 (%) | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 전년동기 대비 | 전분기 대비 | 삼성증권 추정 | 컨센서스 |
| 매출액 | 21,076.0 | 17.1 | 18.5 | 4.0 | -0.8 |
| 영업이익 | 404.4 | -64.1 | -69.9 | -64.4 | -69.0 |
| 세전이익 | -190.7 | 적전 | 적전 | nm | nm |
| 순이익 | 204.8 | -87.9 | -80.0 | -66.8 | -66.8 |
| **이익률 (%)** | | | | | |
| 영업이익 | 1.9 | | | | |
| 세전이익 | -0.9 | | | | |
| 순이익 | 1.0 | | | | |

자료: 한화, Fnguide, 삼성증권 추정

### Valuation summary

| | 2024 | 2025P | 2026E |
|---|---|---|---|
| **Valuation (배)** | | | |
| P/E | 3.4 | 21.2 | 10.4 |
| P/B | 0.2 | 0.7 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 17.8 | 14.1 | 10.7 |
| Div yield (%) | 3.0 | 1.2 | 1.0 |
| EPS 증가율 (%) | 103.7 | -51.4 | 186.8 |
| ROE (%) | 7.2 | 3.4 | 9.0 |
| **주당지표 (원)** | | | |
| EPS | 7,916 | 3,847 | 11,036 |
| BVPS | 120,412 | 121,281 | 131,710 |
| DPS | 800 | 1,000 | 1,200 |

**▶ 종목 정보**

| BUY | | |
|---|---|---|
| 목표주가 | 150,000원 | 31% |
| 현재주가 | 114,500원 | |
| 시가총액 | 8.6조원 | |
| 주식수 (유동주식 비중) | 70,507,919주 (36.7%) | |
| 52주 최저/최고 | 30,300원/136,500원 | |
| 60일-평균거래대금 | 573.5억원 | |

**▶ 수익률**

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 한화 (%) | 25.3 | 31.9 | 277.9 |
| Kospi 지수 대비 (%pts) | 8.4 | -20.1 | 79.7 |

**▶ 주요 전망치 변화**

| (원) | 신규 | 기존 | 증감 |
|---|---|---|---|
| 투자의견 | BUY | BUY | |
| 목표주가 | 150,000 | 104,000 | 44.2% |
| 2025P EPS | 3,847 | 8,583 | -55.2% |
| 2026E EPS | 11,036 | 12,084 | -8.7% |

**▶ 컨센서스**

| | |
|---|---|
| 커버 증권사 수 | 6 |
| 목표주가 | 117,833 |
| 추천 점수 | 4.0 |

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

삼성증권

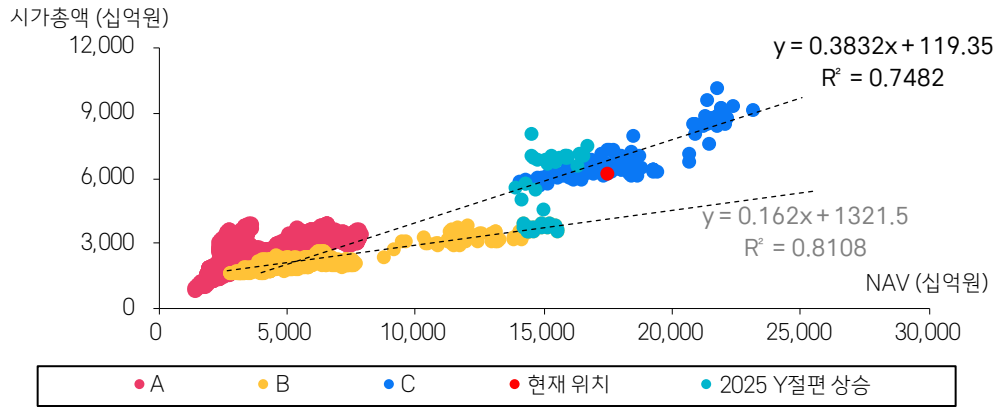
## 목표주가 산정

### 표 1. 한화 SOTP valuation

| | | 지분율 (%) | 시가총액 (십억원) | 장부 가치 (십억원) | 평가방식 | 공정 가치 (십억원) | 할인/할증 (%) | 목표 가치 (십억원) | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **투자자산 지분 가치** | **[A = B+C]** | | | | | | | **30,052.8** | |
| 투자자산 | [B] | | | | | | | 29,919.8 | |
| 상장 자회사 | | | | | | 24,816.5 | | 28,860.3 | |
| 한화솔루션 | | 36.3% | 8,010.2 | 1,273.5 | 당사 추정 | 2,908.5 | -27% | 2,122.1 | 당사 목표주가 적용 |
| 한화생명 | | 43.2% | 3,534.9 | 1,449.1 | 당사 추정 | 1,528.5 | -14% | 1,314.4 | 당사 목표주가 적용 |
| 한화에어로스페이스 | | 32.2% | 59,091.7 | 734.4 | 당사 추정 | 19,015.7 | 27% | 24,060.0 | 당사 목표주가 적용 |
| 한화비전 | | 34.0% | 2,988.9 | 90.8 | 시가평가 | 1,014.7 | 0% | 1,014.7 | |
| 한화갤러리아 | | 36.3% | 411.0 | 143.6 | 시가평가 | 149.2 | 0% | 149.2 | |
| 기타 | | | | 199.9 | 장부가치 | 199.9 | 0% | 199.9 | |
| 비상장 자회사 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 | |
| 기타 자산 | | | | | | | | 133.0 | |
| 자기주식 | | | | | 시가평가 | | | 133.0 | |
| **별도 영업 가치** | | | | | | | | **1,221.7** | |
| 별도 사업가치 | | | | | EV/EBITDA | | | 1,221.7 | EV/EBITDA 7.1배 적용 |
| **차감 항목** | **[D]** | | | | | | | **6,262.7** | |
| 우선주 | | | | 898.4 | 시가평가 | | | 898.4 | |
| 순차입금 (별도 기준) | | | | 5,364.3 | 장부가 | | | 5,364.3 | |
| 현금 | | | | 288.1 | | | | 288.1 | |
| 차입금 | | | | 5,652.5 | | | | 5,652.5 | |
| **Estimated NAV** | **[E = A-D]** | | | | | | | **25,011.8** | |
| **NAV 회귀선 기울기** | | | | | | | | **0.42** | |
| Y 절편 | | | | | | | | 59.7 | |
| 표준오차 조정 | | | | | | | | | |
| 예상 시가총액 (십억원) | | | | | | | | 10,601.8 | |
| **Target 시가총액 (십억원)** | | | | | | | | **10,600.0** | |
| 현재 NAV 할인율 | | | | | | | | -58.8% | NAV 대비 58.8% 할인 |
| Target NAV 할인율 | | | | | | | | -57.6% | NAV 대비 57.6% 할인 |
| 발행 주식 수** (천주) | | | | | | | | 70,508 | |
| **Target price (원)** | | | | | | | | **150,000** | |
| 현재 주가 (원) | | | | | | | | 114,500 | |
| **상승 여력 (%)** | | | | | | | | **31.0%** | |

참고: * KOSPI 1년 평균 EV/EBITDA 멀티플; **RSU를 제외한 자기주식 소각을 적용; 2/10 종가 기준
자료: WiseFn, 삼성증권 추정

**한화: NAV-시가총액 상관관계**




자료: 삼성증권 추정

**한화: NAV-시가총액 회귀 분석 수치 분석**

| | A | B | Y절편 상승 구간 | C |
|---|---|---|---|---|
| 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 | 2026-02-10 |
| NAV 회귀선 기울기 | 0.26 | 0.16 | | 0.38 |
| Y 절편 | 1,665.9 | 1,321.5 | | 119.4 |
| 비고 | | 2020년 한화솔루션 주가 상승에 따라 NAV 대비 할인율 상승 | 1) 주요 자회사 주가 상승<br>2) 법 개정 기대감으로 5월 말 ~6월초 주가 급등 | 주가 상승 후 기울기 안정화 구간 |

자료: 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **53,135** | **55,647** | **74,747** | **79,237** | **83,574** |
| 매출원가 | 46,735 | 48,724 | 64,892 | 67,044 | 70,049 |
| **매출총이익** | **6,400** | **6,923** | **9,855** | **12,193** | **13,525** |
| (매출총이익률, %) | 12.0 | 12.4 | 13.2 | 15.4 | 16.2 |
| 판매 및 일반관리비 | 3,988 | 4,507 | 5,699 | 5,943 | 6,184 |
| **영업이익** | **2,412** | **2,416** | **4,156** | **6,250** | **7,340** |
| (영업이익률, %) | 4.5 | 4.3 | 5.6 | 7.9 | 8.8 |
| **영업외손익** | **-165** | **-348** | **-2,179** | **-1,953** | **-1,709** |
| 금융수익 | 239 | 235 | 288 | 186 | 213 |
| 금융비용 | 903 | 1,193 | 1,145 | 873 | 932 |
| 지분법손익 | 49 | 23 | 209 | 40 | 40 |
| 기타 | 449 | 587 | -1,532 | -1,307 | -1,030 |
| **세전이익** | **2,247** | **2,068** | **1,977** | **4,297** | **5,631** |
| 법인세 | 611 | 378 | 12 | 1,117 | 1,464 |
| (법인세율, %) | 27.2 | 18.3 | 0.6 | 26.0 | 26.0 |
| 계속사업이익 | 1,636 | 1,690 | 1,965 | 3,180 | 4,167 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **순이익** | **1,636** | **1,690** | **1,965** | **3,180** | **4,167** |
| (순이익률, %) | 3.1 | 3.0 | 2.6 | 4.0 | 5.0 |
| 지배주주순이익 | 380 | 773 | 364 | 1,018 | 1,360 |
| 비지배주주순이익 | 1,255 | 917 | 1,601 | 2,162 | 2,807 |
| EBITDA | 3,966 | 4,018 | 6,333 | 8,639 | 10,001 |
| (EBITDA 이익률, %) | 7.5 | 7.2 | 8.5 | 10.9 | 12.0 |
| EPS (지배주주) | 3,886 | 7,916 | 3,847 | 11,036 | 15,098 |
| EPS (연결기준) | 16,704 | 17,311 | 20,780 | 34,477 | 46,243 |
| 수정 EPS (원)* | 3,886 | 7,916 | 3,847 | 11,036 | 15,098 |

## 재무상태표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **60,512** | **83,191** | **105,781** | **109,110** | **113,400** |
| 현금 및 현금등가물 | 8,529 | 8,844 | 11,845 | 14,917 | 18,861 |
| 매출채권 | 4,826 | 7,339 | 7,781 | 7,827 | 7,886 |
| 재고자산 | 7,750 | 13,350 | 16,262 | 16,358 | 16,481 |
| 기타 | 39,407 | 53,658 | 69,893 | 70,008 | 70,172 |
| **비유동자산** | **149,227** | **168,846** | **181,638** | **183,983** | **186,464** |
| 투자자산 | 114,279 | 119,184 | 126,979 | 126,999 | 127,023 |
| 유형자산 | 22,994 | 31,755 | 35,080 | 37,554 | 40,126 |
| 무형자산 | 4,982 | 10,586 | 11,440 | 11,126 | 10,844 |
| 기타 | 6,972 | 7,320 | 8,140 | 8,304 | 8,471 |
| **자산총계** | **209,738** | **252,037** | **287,419** | **293,093** | **299,865** |
| **유동부채** | **40,441** | **58,787** | **76,394** | **78,535** | **80,708** |
| 매입채무 | 4,067 | 5,439 | 5,624 | 5,657 | 5,700 |
| 단기차입금 | 13,703 | 20,125 | 29,740 | 31,740 | 33,740 |
| 기타 유동부채 | 22,671 | 33,224 | 41,030 | 41,137 | 41,268 |
| **비유동부채** | **136,099** | **153,688** | **164,754** | **165,197** | **165,736** |
| 사채 및 장기차입금 | 12,482 | 18,781 | 22,003 | 22,003 | 22,003 |
| 기타 비유동부채 | 123,617 | 134,907 | 142,751 | 143,195 | 143,734 |
| **부채총계** | **176,539** | **212,475** | **241,148** | **243,732** | **246,444** |
| **지배주주지분** | **10,791** | **10,714** | **10,791** | **11,719** | **12,972** |
| 자본금 | 490 | 474 | 474 | 474 | 474 |
| 자본잉여금 | 1,355 | 1,793 | 2,051 | 2,051 | 2,051 |
| 이익잉여금 | 7,599 | 8,131 | 8,418 | 9,323 | 10,576 |
| 기타 | 1,348 | 316 | -151 | -129 | -129 |
| **비지배주주지분** | **22,408** | **28,848** | **35,480** | **37,642** | **40,448** |
| **자본총계** | **33,199** | **39,562** | **46,271** | **49,361** | **53,421** |
| 순부채 | 25,822 | 40,329 | 46,679 | 45,551 | 43,513 |

## 현금흐름표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동에서의 현금흐름** | **3,793** | **6,881** | **8,578** | **6,800** | **8,160** |
| 당기순이익 | 1,636 | 1,690 | 1,965 | 3,180 | 4,167 |
| 현금유출입이없는 비용 및 수익 | 1,426 | 1,122 | 4,074 | 4,353 | 4,998 |
| 유형자산 감가상각비 | 1,319 | 1,369 | 1,686 | 1,925 | 2,228 |
| 무형자산 상각비 | 235 | 233 | 490 | 464 | 432 |
| 기타 | -128 | -480 | 1,898 | 1,964 | 2,337 |
| 영업활동 자산부채 변동 | -2,381 | -420 | 160 | 384 | 459 |
| **투자활동에서의 현금흐름** | **-6,668** | **-14,049** | **-14,229** | **-4,781** | **-5,223** |
| 유형자산 증감 | -4,132 | -5,282 | -5,005 | -4,400 | -4,800 |
| 장단기금융자산의 증감 | -820 | -1,131 | -4,165 | -67 | -106 |
| 기타 | -1,716 | -7,636 | -5,059 | -314 | -317 |
| **재무활동에서의 현금흐름** | **1,799** | **7,179** | **8,836** | **1,029** | **986** |
| 차입금의 증가(감소) | 17,168 | 15,445 | 13,621 | 2,006 | 2,007 |
| 자본금의 증가(감소) | 17 | 423 | 257 | 0 | 0 |
| 배당금 | -74 | -74 | -72 | -90 | -108 |
| 기타 | -15,312 | -8,615 | -4,970 | -887 | -913 |
| 현금증감 | -1,067 | 316 | 3,001 | 3,072 | 3,944 |
| 기초현금 | 9,596 | 8,529 | 8,844 | 11,845 | 14,917 |
| 기말현금 | 8,529 | 8,844 | 11,845 | 14,917 | 18,861 |
| **Gross cash flow** | **3,061** | **2,813** | **6,039** | **7,533** | **9,165** |
| **Free cash flow** | **-487** | **1,286** | **3,439** | **2,400** | **3,360** |

## 재무비율 및 주당지표

| 12월 31일 기준 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **증감률 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 4.4 | 4.7 | 34.3 | 6.0 | 5.5 |
| 영업이익 | 1.8 | 0.2 | 72.0 | 50.4 | 17.4 |
| 순이익 | -18.6 | 3.4 | 16.2 | 61.8 | 31.0 |
| 수정 EPS** | -67.6 | 103.7 | -51.4 | 186.8 | 36.8 |
| **주당지표** | | | | | |
| EPS (지배주주) | 3,886 | 7,916 | 3,847 | 11,036 | 15,098 |
| EPS (연결기준) | 16,704 | 17,311 | 20,780 | 34,477 | 46,243 |
| 수정 EPS** | 3,886 | 7,916 | 3,847 | 11,036 | 15,098 |
| BPS | 111,503 | 120,412 | 121,281 | 131,710 | 145,788 |
| DPS (보통주) | 750 | 800 | 1,000 | 1,200 | 1,400 |
| **Valuations (배)** | | | | | |
| P/E*** | 6.6 | 3.4 | 21.2 | 10.4 | 7.6 |
| P/B*** | 0.2 | 0.2 | 0.7 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 12.7 | 17.8 | 14.1 | 10.7 | 9.3 |
| **비율** | | | | | |
| ROE (%) | 3.5 | 7.2 | 3.4 | 9.0 | 11.0 |
| ROA (%) | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 1.1 | 1.4 |
| ROIC (%) | 6.2 | 4.7 | 7.8 | 8.5 | 9.5 |
| 배당성향 (%) | 14.6 | 7.2 | 19.1 | 8.2 | 7.1 |
| 배당수익률 (보통주, %) | 2.9 | 3.0 | 1.2 | 1.0 | 1.2 |
| 순부채비율 (%) | 77.8 | 101.9 | 100.9 | 92.3 | 81.5 |
| 이자보상배율 (배) | 2.7 | 2.0 | 4.8 | 7.0 | 8.0 |

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

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 2월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 2월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

| 일 자 | 2024/4/4 | 2025/12/2 | 2026/1/15 |
|---|---|---|---|
| 투자의견 | BUY | BUY | BUY |
| TP (원) | 36000 | 104000 | 150000 |
| 괴리율 (평균) | -21.90 | -17.73 | |
| 괴리율 (최대or최소) | -12.64 | 23.56 | |

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

**기업**

**BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
**HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
**SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -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** 2025.12.31 기준
매수(85.8%)·중립(14.2%)·매도(0%)

# 삼성증권

**삼성증권주식회사**
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

**삼성증권 Family Center:** 1588 2323

**고객 불편사항 접수:** 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA