



Buy (Maintain)

목표주가: 169,000 원

주가(7/28): 86,800 원

시가총액: 61,201 억원

보험/증권/지주 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI		6,023.66pt	
시가총액		61,201 억 원	
52 주 주가동향		최고가	최저가
		150,900 원	76,600 원
최고/최저가대비 등락율		-42.48%	13.32%
수익률		절대	상대
	1M	-16.6%	-23.6%
	6M	-27.1%	11.2%
	1Y	-10.3%	77.5%

Company Data

발행주식수	94,562 천주
일평균 거래량(3M)	319 천주
외국인 지분율	22.89%
배당수익률(26E)	0.9%
BPS(26E)	132,779 원
주요 주주	한화에너지(주) 외 7 인
	55.84%

(십억원, 배)	2024	2025	2026E	2027E
매출액	55,646.8	74,785.4	81,516.1	88,852.6
영업이익	2,416.1	4,146.9	4,148.0	4,647.8
EBITDA	4,018.2	6,504.6	7,025.4	7,383.4
세전이익	2,068.0	2,010.6	3,109.7	3,493.5
순이익	1,690.4	1,991.6	3,080.3	3,460.5
지배순이익	773.0	372.5	576.1	647.2
EPS(원)	7,916	3,939	6,092	6,844
증감률(% YoY)	103.7	-50.2	54.7	12.3
PER(배)	3.4	20.7	23.1	20.5
PBR(배)	0.24	0.65	1.06	1.00
EV/EBITDA(배)	8.0	6.7	6.1	5.2
영업이익률(%)	4.3	5.5	5.1	5.2
ROE(%)	7.2	3.3	4.7	5.0
순차입금비율(%)	2.5	0.1	-14.5	-26.2

Price Trend



한화 (000880)

인적분할 전후 투자전략 점검



- 8월 1일을 기점으로 인적분할 예정
- 존속법인은 에어로스페이스/솔루션/생명, 신설법인은 비전/갤러리아/호텔 등
- 분할 후 합산 시가총액은 이전보다 증가할 것으로 전망

>>> 8월 1일을 기점으로 인적분할을 단행할 예정

한화는 8월 1일을 기점으로 한화와 한화머시너리앤서비스홀딩스(가칭)로 인적분할되며, 7월 30일부터 변경상장일 전일인 8월 24일까지는 거래가 정지된다. 존속 지주회사인 한화는 한화에어로스페이스/한화솔루션/한화생명 등을, 신설 지주회사는 한화비전/한화갤러리아/한화호텔앤드리조트 등을 지배하게 된다. 분할비율은 존속/신설 각각 0.756/0.244이며, 신설법인 주식의 액면가 변경을 감안(5,000 원 → 1,000 원)한 분할법인의 신주 배정비율은 1주당 1.22주이다.

>>> 분할 이후 합산 시가총액은 기존보다 증가할 것으로 예상

최근 한화의 주가는 NAV의 약 90%를 차지하는 한화에어로스페이스의 주가 움직임에 좌우되는 모습을 보여왔으며, NAV 할인율은 60% 중후반대에서 일정하게 유지되고 있다. 이에 따라 한화에어로스페이스에 대한 지배력을 가져가는 존속법인은 한화에어로스페이스를 포함한 NAV에 기존과 유사한 할인율을 적용받을 것으로 예상된다. 이 경우 존속법인은 분할비율(75.6%) 대비 이관되는 NAV 비중(90% 이상)이 높아 분할 후 주가는 이론적으로 형성된 가격보다 높아질 가능성이 높다. 또한 주식수 감소에 따른 주당 NAV 상승 및 이에 기반한 주가 상승도 기대해볼 수 있다.

같은 논리로 신설법인의 주가는 분할 이후 이론적으로 형성된 가격보다 낮아질 가능성이 높다. 분할비율(24.4%) 대비 이관되는 NAV 비중(10% 미만)이 낮기 때문이다. 다만 신설법인의 NAV는 기존보다 높아질 여지가 있다고 판단하는데, 그 이유는 한화호텔앤드리조트 등 기존 장부가로 평가된 비상장 기업의 가치가 부각될 수 있기 때문이다. 한화의 한화호텔앤드리조트 지분 49.8%의 장부가액은 2,491 억원에 불과하나 해당 기업의 2025년 말 기준 자본은 5.7 조원에 달하며 작년에는 아워홈 지분 58.7%를 8,695 억원에 인수하기도 했다. 이러한 가치는 그간 비중이 낮아 희석되었으나, 분할 이후에는 보다 정교하게 반영될 가능성이 높다. 해당 부분의 가격 발견에 의해 분할 후 두 법인의 합산 시가총액은 기존보다 증가할 것으로 예상된다.

>>> 분할 전 매수 전략 유효, 이후 신설법인 새로운 가격 주목

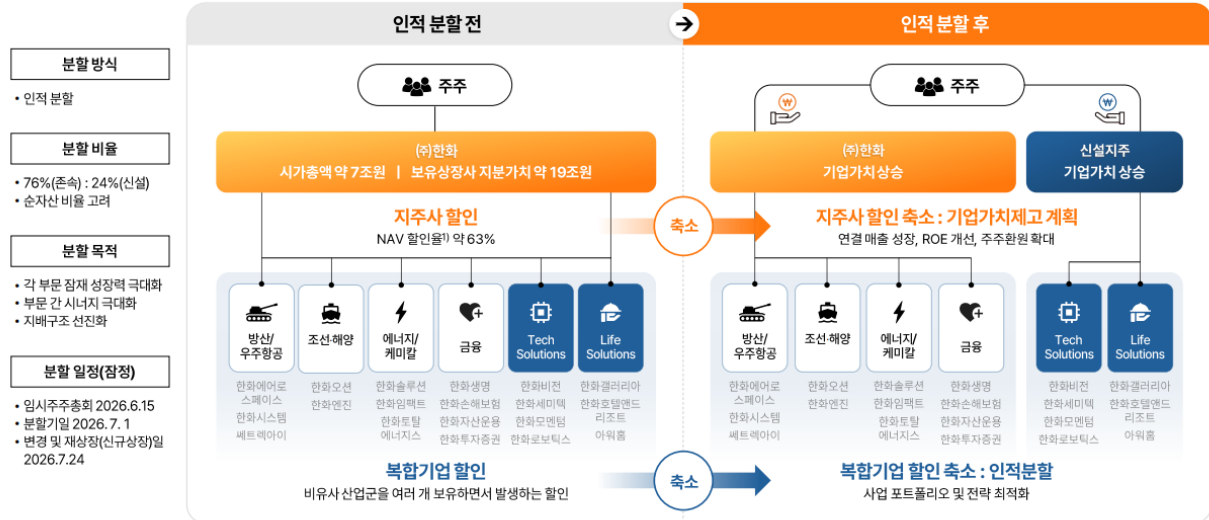
분할 후 합산 시가총액이 늘어날 것으로 예상됨에 따라 분할 전 매수 전략이 유효할 것으로 판단한다. 분할 이후 단기적으로는 NAV가 이관되는 비중을 따라 존속법인 주가 상승, 신설법인 하락을 예상할 수 있으나 신설법인은 PBR 0.5 배, 할인율 70% 등의 보수적인 관점에서 5,000~6,000 억원 수준에서는 최소한의 지지를 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

한화의 인적분할 개요

인적분할/기업가치 제고계획 개요 | 인적분할/기업가치 제고계획 기대효과 | 존속법인 매출 전망 | 신설지주 매출전망 및 투자계획, 사업 방향성 | Appendix

Hanuha Corporation | 5

1. 인적분할/기업가치 제고계획 개요 (주)한화는 인적분할을 통해 사업포트폴리오를 최적화하여 복합기업 할인을 축소하고, 기업가치제고 계획을 토대로 지주사 할인을 축소하여 기업가치를 제고



1) NAV 할인율 = 1 - {시가총액(NAV) / 순자산가치(NAV)} 대비 시장에서 평가받는 할인 수준을 나타내는 지표

자료: 한화, 키움증권 리서치센터

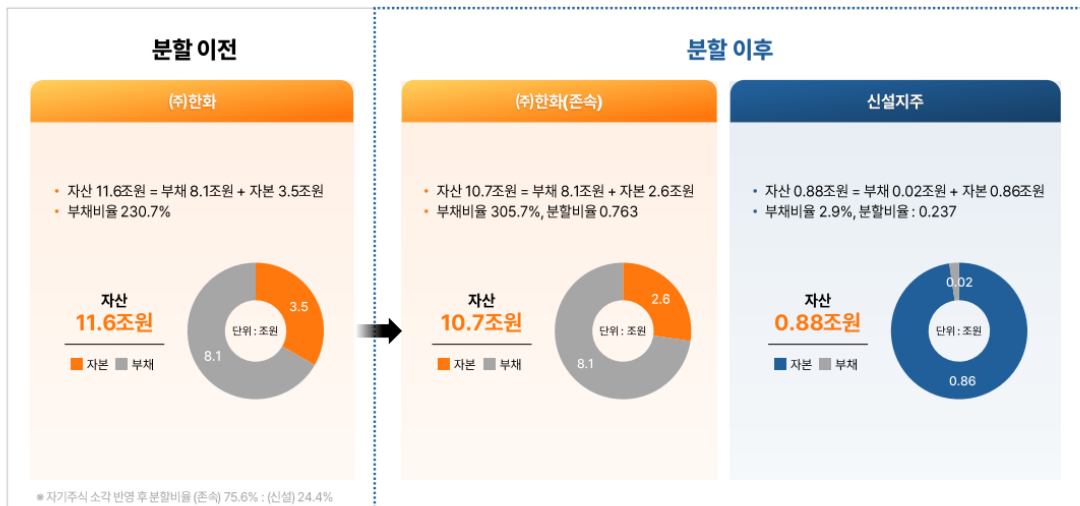
한화의 인적분할 전/후 재무상태표

인적분할/기업가치 제고계획 개요 | 인적분할/기업가치 제고계획 기대효과 | 존속법인 매출 전망 | 신설지주 매출전망 및 투자계획, 사업 방향성 | Appendix

Hanuha Corporation | 29

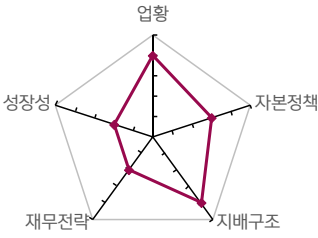
1. 인적분할 전/후 재무상태표 (2025년 9월말 별도 재무제표 기준, 자사주 소각 전 기준)

●○ 분할 비율: (존속) 76.3% : (신설) 23.7%



자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
한화	방산/조선 금융 태양광		한화에어로스페이스 / 한화생명 / 한화솔루션
Pentagonal Analysis	주가 요인	점수	판단 이유
	업황	4	- 한화에어로스페이스의 폭발적 성장 진행 중 - 태양광 산업 턴어라운드 기대
	성장성	3	- 당분간 핵심사업에 집중할 것으로 전망 - 분할 이후 신설법인의 비전/로보틱스 등 기대
	재무전략	2	- 방산/조선 등 핵심사업 투자 중심의 재무전략 - 자본 유입 45%를 재무건전성 개선에 활용 계획
	지배구조	4	- 인적분할 후 추가적인 지분구조 변경 기대감 - 분할 후 합산 시가총액은 더욱 커질 것으로 기대
	자본정책	3	- 자사주 소각 및 향후 DPS 최소 1,000 원 제시 - 향후 추가적인 현금흐름 기반 주주환원 확대 기대
	총 평점	3.0	- 분할일(7/1)까지 변동성 축소와 양호한 흐름 예상 - 존속법인의 재무전략, 신설법인 성장성 증명 중요
	Keyword	방산 / 조선 / NAV / 인적분할 / 지배구조	

자료: 키움증권 리서치센터

한화의 NAV 및 할인율

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	20,309	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	19,217	
한화에어로스페이스	16,035	
한화솔루션	1,502	
한화생명	1,680	
비상장사/그 외 (C)	1,092	
사업부문 (D, 십억원)	1,708	
사업가치	1,708	배당수익을 제외한 별도 EBITDA * 5 배
순차입금 (E, 십억원)	4,683	
NAV (F, 십억원)	17,334	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	70,508	보통주 기준
주당 NAV (H, 원)	245,841	(H) = (F)/(G)
현재 주가 (원)	86,800	
할인율	65%	

자료: 한화, FnGuide, 키움증권 리서치센터

분할 이후 존속법인의 NAV 및 할인율 가정

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	19,217	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	19,217	
한화에어로스페이스	16,035	
한화솔루션	1,502	
한화생명	1,680	
비상장사/그 외 (C)	604	
사업부문 (D, 십억원)	1,708	
사업가치	1,708	배당수익을 제외한 별도 EBITDA * 5 배
순차입금 (E, 십억원)	4,783	
NAV (F, 십억원)	16,142	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	53,304	보통주 기준, 한화 보통주 70,508 천주 * 분할비율 0.756
주당 NAV (H, 원)	302,830	(H) = (F)/(G)
할인율 가정 (I)	66%	지난 1 년간 한화의 평균 NAV 할인율
할인율 가정을 적용한 분할 이후 주가 (J, 원)	102,962	(J) = (H) * (1-(I))
할인율 가정을 적용한 시가총액 (K, 십억원)	5,488	(K) = (G) * (J)

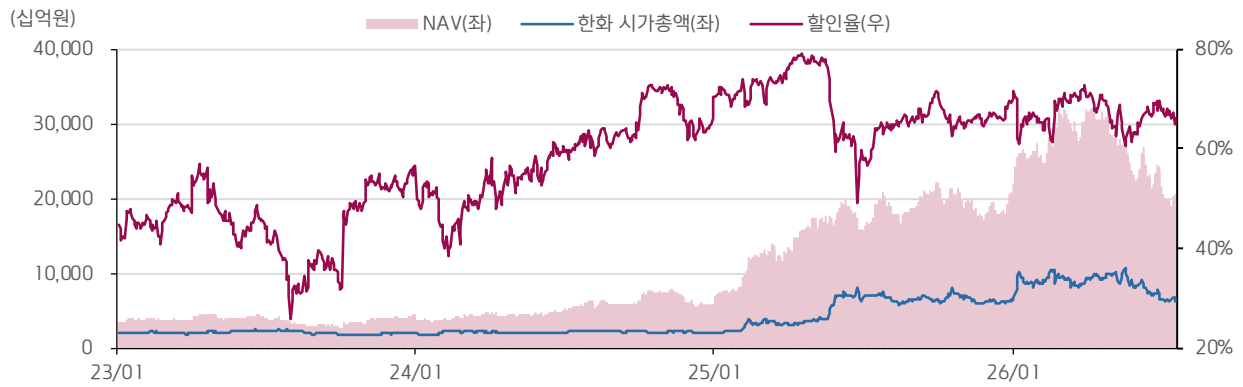
자료: 한화, FnGuide, 키움증권 리서치센터

분할 이후 신설법인의 NAV 및 할인율 가정

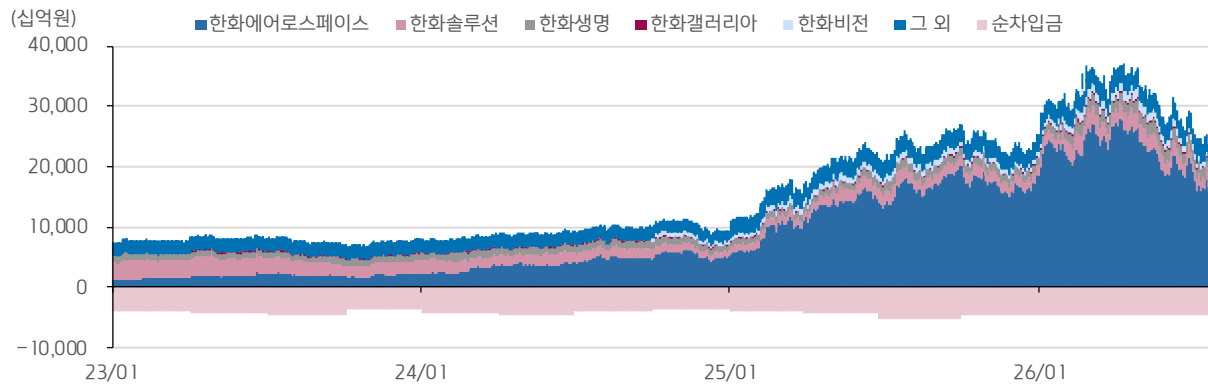
항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	2,182	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	824	
한화갤러리아	189	
한화비전	635	
비상장사/그 외 (C)	1,358	한화호텔앤드리조트의 지분가치 확대 반영 가정, 한화호텔앤드리조트/모멘텀 장부가 2,491 억원/2,384 억원 + 아워홈 인수가 8,700 억원
사업부문 (D, 십억원)	0	
사업가치	0	
순차입금 (E, 십억원)	(100)	
NAV (F, 십억원)	2,282	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	85,879	보통주 기준, 한화 주식수 70,508 천주 * 신주배정비율 1.22
주당 NAV (H, 원)	26,569	(H) = (F)/(G)
할인율 가정 (I)	70%	보수적인 관점에서 지주사들의 통상적인 할인율 상단인 70% 적용
할인율 가정을 적용한 분할 이후 주가 (J, 원)	7,971	(J) = (H) * (1-(I))
할인율 가정을 적용한 시가총액 (K, 십억원)	685	(K) = (G) * (J)

자료: 한화, FnGuide, 키움증권 리서치센터

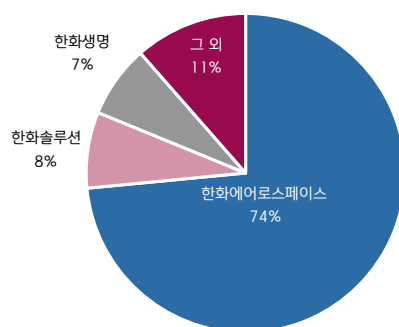
한화의 시가총액, NAV, 할인율 추이



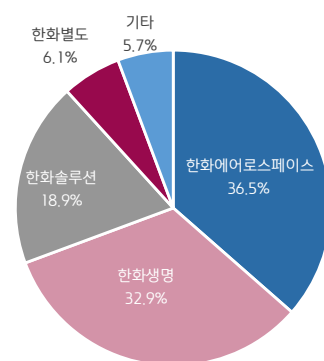
한화의 NAV 구성 추이



한화의 NAV 구성 비중



한화의 매출액 구성 비중

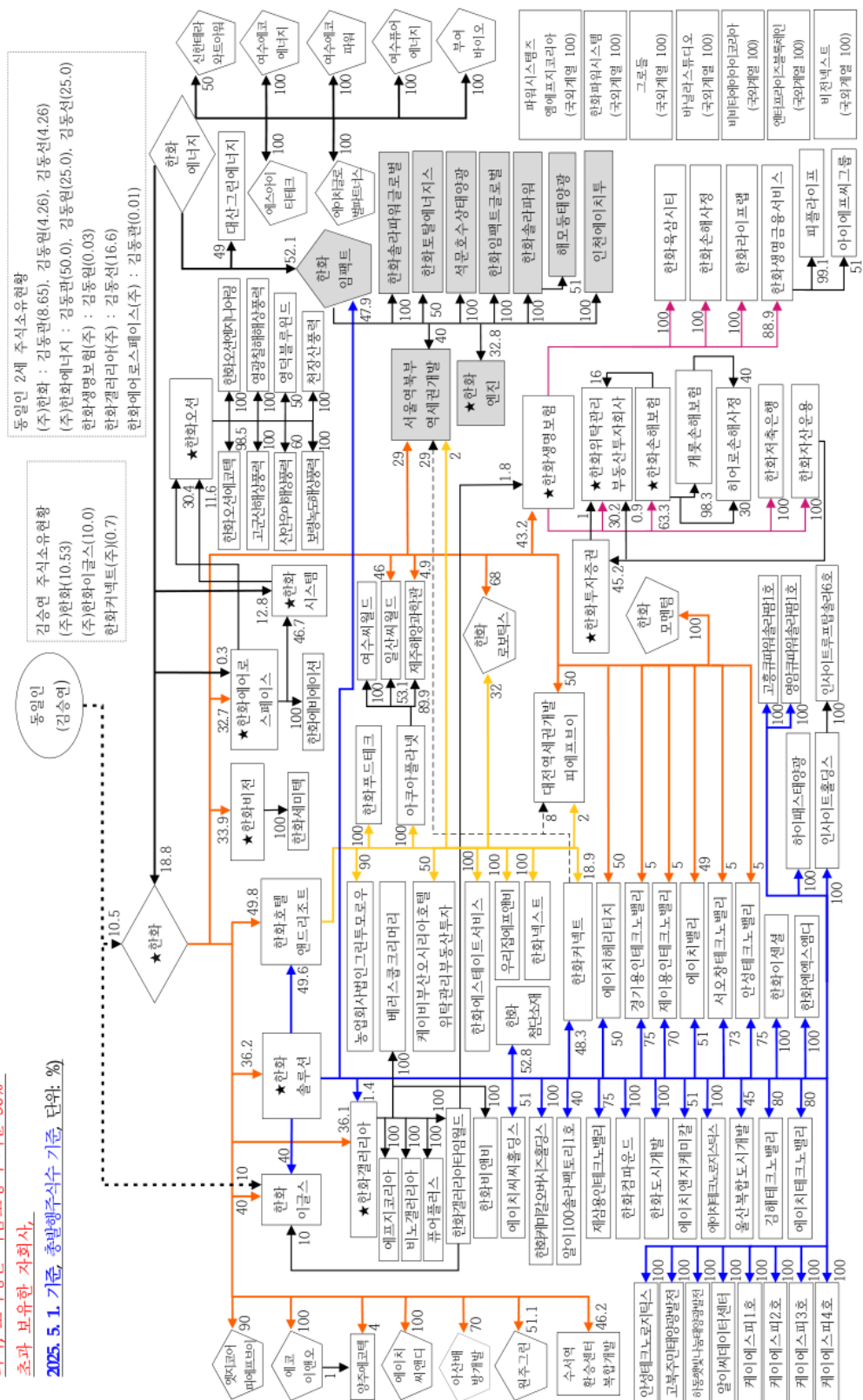


한화 소유지분도

7. 한화 소유지분도

(음영은 지주회사 등, ★은 상장회사,
미름모형은 총수일가 보유지분 20% 이상
회사, 오각형은 마름모형이 지분 50%
초과 보유한 자회사,
2025. 5. 1. 기준, 총발행주식수 기준, 단위: %)

2025. 5. 1. 기준, 총발행주식수 기준, 단위: %)



자료: 공정거래위원회

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	55,646.8	74,785.4	81,516.1	88,852.6	96,849.3
매출원가	48,723.7	64,747.2	70,919.0	77,301.7	84,258.9
매출총이익	6,923.1	10,038.2	10,597.1	11,550.8	12,590.4
판매비	4,507.0	5,891.4	6,449.1	6,903.1	7,399.5
영업이익	2,416.1	4,146.9	4,148.0	4,647.8	5,190.9
EBITDA	4,018.2	6,504.6	7,025.4	7,383.4	7,735.3
영업외손익	-348.1	-2,136.3	-1,038.4	-1,154.3	-1,283.9
이자수익	219.4	365.1	432.1	499.0	559.1
이자비용	1,166.3	1,568.6	1,679.0	1,801.6	1,931.1
외환관련이익	1,080.8	1,351.3	1,071.1	1,071.1	1,071.1
외환관련손실	997.6	1,500.1	1,180.4	1,180.4	1,180.4
종속 및 관계기업손익	22.8	153.2	153.2	153.2	153.2
기타	492.8	-937.2	164.6	104.4	44.2
법인세차감전이익	2,068.0	2,010.6	3,109.7	3,493.5	3,907.0
법인세비용	377.6	19.0	29.4	33.0	36.9
계속사업순손익	1,690.4	1,991.6	3,080.3	3,460.5	3,870.2
당기순이익	1,690.4	1,991.6	3,080.3	3,460.5	3,870.2
지배주주순이익	773.0	372.5	576.1	647.2	723.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.7	34.4	9.0	9.0	9.0
영업이익 증감율	0.2	71.6	0.0	12.0	11.7
EBITDA 증감율	1.3	61.9	8.0	5.1	4.8
지배주주순이익 증감율	103.2	-51.8	54.7	12.3	11.8
EPS 증감율	103.7	-50.2	54.7	12.3	11.8
매출총이익률(%)	12.4	13.4	13.0	13.0	13.0
영업이익률(%)	4.3	5.5	5.1	5.2	5.4
EBITDA Margin(%)	7.2	8.7	8.6	8.3	8.0
지배주주순이익률(%)	1.4	0.5	0.7	0.7	0.7

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	83,305.1	105,999.0	120,568.9	138,475.3	156,056.4
현금 및 현금성자산	8,844.3	14,684.6	16,542.0	16,280.5	12,297.6
단기금융자산	39,574.2	51,854.5	62,225.4	74,670.5	89,604.6
매출채권및기타채권	8,471.8	8,536.2	9,304.4	10,141.8	11,054.6
재고자산	13,464.1	16,070.2	14,672.9	15,993.5	17,432.9
기타유동자산	12,950.7	14,853.5	17,824.2	21,389.0	25,666.7
비유동자산	168,927.1	183,330.5	185,108.6	184,942.8	186,342.3
투자자산	118,396.4	124,766.4	125,041.4	125,316.4	125,591.4
유형자산	31,821.4	37,085.3	39,169.3	39,239.2	40,812.6
무형자산	10,598.0	11,444.6	10,863.7	10,353.0	9,904.0
기타비유동자산	8,111.3	10,034.2	10,034.2	10,034.2	10,034.3
자산총계	252,232.2	289,329.4	305,677.5	323,418.1	342,398.7
유동부채	58,787.3	79,882.3	83,397.0	87,607.9	92,033.9
매입채무및기타채무	13,551.5	20,742.3	22,757.0	24,967.8	27,393.9
단기금융부채	26,733.0	38,773.0	40,273.0	42,273.0	44,273.0
기타유동부채	18,502.8	20,367.0	20,367.0	20,367.1	20,367.0
비유동부채	153,667.3	161,011.8	170,625.2	180,572.8	191,153.2
장기금융부채	22,660.3	27,813.8	31,003.3	34,205.6	37,703.5
기타비유동부채	131,007.0	133,198.0	139,621.9	146,367.2	153,449.7
부채총계	212,454.6	240,894.1	254,022.3	268,180.7	283,187.2
지배자본	10,760.0	11,840.2	12,555.9	13,324.8	14,152.6
자본금	474.1	474.1	474.1	474.1	474.1
자본잉여금	1,793.2	2,090.4	2,090.4	2,090.4	2,090.4
기타자본	-70.9	-68.0	-68.0	-68.0	-68.0
기타포괄손익누계액	404.3	864.5	1,120.7	1,376.9	1,633.1
이익잉여금	8,159.3	8,479.2	8,938.6	9,451.4	10,023.0
비지배자본	29,017.6	36,595.1	39,099.3	41,912.6	45,059.0
자본총계	39,777.6	48,435.3	51,655.2	55,237.4	59,211.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	6,881.0	8,320.2	13,719.9	11,094.7	10,958.4
당기순이익	1,690.4	1,991.6	3,080.3	3,460.5	3,870.2
비현금항목의 가감	1,122.1	3,838.5	5,836.7	5,754.3	5,636.3
유형자산감가상각비	1,369.4	1,784.2	2,296.5	2,225.0	2,095.4
무형자산감가상각비	232.7	573.5	580.9	510.7	449.0
지분법평가손익	-22.8	-153.2	-153.2	-153.2	-153.2
기타	-457.2	1,634.0	3,112.5	3,171.8	3,245.1
영업활동자산부채증감	-420.3	-571.4	6,079.1	3,215.5	2,860.8
매출채권및기타채권의감소	-1,277.1	-219.3	-768.3	-837.4	-912.8
재고자산의감소	-1,724.9	-2,614.6	1,397.3	-1,320.6	-1,439.4
매입채무및기타채무의증가	-105.9	1,455.0	2,014.7	2,210.8	2,426.1
기타	2,687.6	807.5	3,435.4	3,162.7	2,786.9
기타현금흐름	4,488.8	3,061.5	-1,276.2	-1,335.6	-1,408.9
투자활동 현금흐름	-14,049.2	-12,799.8	-3,254.2	-3,242.8	-7,105.7
유형자산의 취득	-5,594.9	-5,683.8	-4,380.5	-2,294.9	-3,668.8
유형자산의 처분	312.8	150.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-271.6	-388.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소	-4,683.4	-6,216.8	-121.8	-121.8	-121.8
단기금융자산의감소	-8,494.7	-12,280.4	-10,370.9	-12,445.1	-14,934.1
기타	4,682.6	11,619.0	11,619.0	11,619.0	11,619.0
재무활동 현금흐름	7,178.9	10,329.8	7,094.3	7,638.8	7,997.7
차입금의 증가	7,566.3	7,661.8	4,452.9	5,015.3	5,392.0
자본금,자본잉여금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분	-183.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-73.7	-72.2	-98.7	-116.7	-134.4
기타	-129.8	2,740.2	2,740.1	2,740.2	2,740.1
기타현금흐름	305.0	-9.9	-15,702.6	-15,752.2	-15,833.3
현금/현금성자산의 순증	315.6	5,840.3	1,857.4	-261.5	-3,982.9
기초현금및현금성자산	8,528.7	8,844.3	14,684.6	16,542.0	16,280.5
기말현금및현금성자산	8,844.3	14,684.6	16,542.0	16,280.5	12,297.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	7,916	3,939	6,092	6,844	7,654
BPS	113,787	125,211	132,779	140,911	149,664
CFPS	28,802	61,653	94,298	97,447	100,532
DPS	800	1,100	1,300	1,500	1,700
주가배수(배)					
PER	3.4	20.7	23.1	20.5	18.4
PER(최고)	4.1	28.8	24.4		
PER(최저)	2.9	6.8	13.1		
PBR	0.24	0.65	1.06	1.00	0.94
PBR(최고)	0.28	0.91	1.12		
PBR(최저)	0.20	0.21	0.60		
PSR	0.05	0.10	0.16	0.15	0.14
PCFR	0.9	1.3	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	8.0	6.7	6.1	5.2	4.7
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	3.3	3.8	2.9	3.0	3.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	3.0	1.3	0.9	1.1	1.2
ROA	0.7	0.7	1.0	1.1	1.2
ROE	7.2	3.3	4.7	5.0	5.3
ROIC	1.3	7.4	7.9	8.4	8.7
매출채권회전율	6.8	8.8	9.1	9.1	9.1
재고자산회전율	5.2	5.1	5.3	5.8	5.8
부채비율	534.1	497.4	491.8	485.5	478.3
순차입금비용	2.5	0.1	-14.5	-26.2	-33.7
이자보상배율	2.1	2.6	2.5	2.6	2.7
총차입금	49,393.3	66,586.9	71,276.3	76,478.6	81,976.6
순차입금	974.8	47.7	-7,491.1	-14,472.4	-19,925.6
NOPLAT	4,018.2	6,504.6	7,025.4	7,383.4	7,735.3
FCF	-3,840.8	-406.0	8,684.9	8,260.1	6,878.2

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 7월 28일 현재 '한화(000880)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

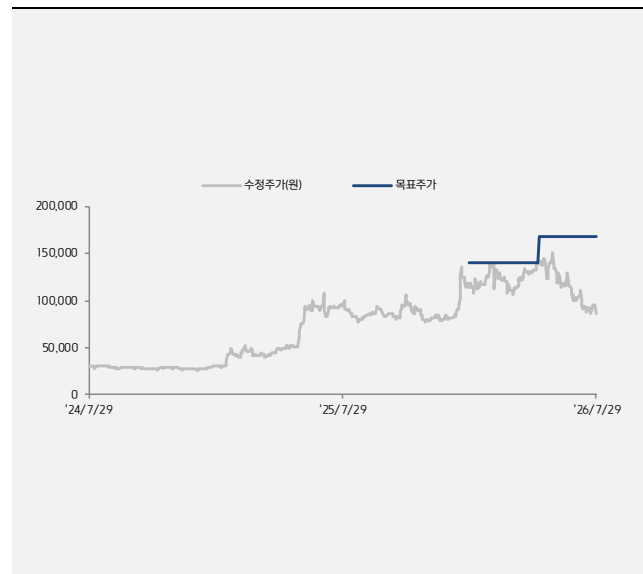
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2 개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화(000880)	2026-01-27	BUY(Initiate)	141,000 원	6개월	-12.49	-0.28
	2026-05-07	BUY(Maintain)	169,000 원	6개월	-31.58	-10.71
	2026-07-29	BUY(Maintain)	169,000 원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2 개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6 개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6 개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/07/01~2026/06/30)

매수	중립	매도
96.10%	3.41%	0.49%