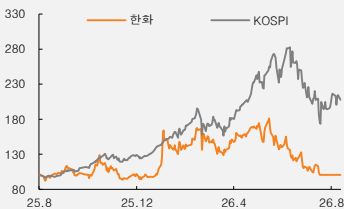


투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 185,000원
현재주가(26/8/24)	83,800원
상승여력	120.8%

영업이익(26F,십억원)	7,422
Consensus 영업이익(26F,십억원)	5,902
EPS 성장률(26F,%)	354.1
MKT EPS 성장률(26F,%)	281.0
P/E(26F,x)	4.7
MKT P/E(26F,x)	6.7
KOSPI	6,696.96
시가총액(십억원)	5,909
발행주식수(백만주)	53
유동주식비율(%)	39.0
외국인 보유비중(%)	21.1
베타(12M) 일간수익률	0.70
52주 최저가(원)	77,700
52주 최고가(원)	150,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.7	-36.5	3.6
상대주가	-12.8	-43.4	-51.0



[Biz플랫폼/스마트SCM]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

한화

인적 분할: 할인율 축소를 향한 분명한 경로

한화, 인적 분할 후 변경 상장

8월 1일 인적분할로 비전·갤러리아·호텔앤드리조트·모멘텀·로보틱스 5사(장부가 7,847억원)와 현금 약 1,000억원이 신설 한화머시너리엔서비스홀딩스로 이관됐다. 분할비율은 약 0.76:0.24이며, 존속은 8월 25일 재상장·신설은 같은 날 신규상장한다. 차입 부채는 사실상 전액 존속에 남는다.

존속법인은 방산·조선·에너지·금융 등 그룹의 핵심 자회사를 보유하게 되며, 건설·글로벌 자체사업은 기존대로 유지한다. 상장 자회사 가치의 약 80%가 에어로스페이스에 집중되면서 방산/조선 중심으로 재편되는 셈이다.

할인율 축소를 위한 분명한 경로: 목표주가 185,000원으로 상향

존속 NAV는 18조 1,244억원으로 산정한다. 상장 3사 귀속가치 22조 8,780억원(에어로 32.18%·솔루션 35.61%·생명 43.24%)에 브랜드 로열티 자본화 1조 7,050억원을 더하고, 조정 순차입 5조 4,530억원과 본사비용·우선주를 차감했다.

할인율은 거래정지 직전(7/29) 관측치 54.75%에서 12개월 후 50.85%로 축소되는 경로를 가정했다. 비상장 자회사가 전부 이관되면서 할인 요인 자체가 구조적으로 줄어드는 점을 반영했다. 분할에 따른 주식수 조정도 있었다. 이에 따라 목표주가를 기존 100,700원에서 185,000원으로 상향 조정했다.

유의할 점은 재상장 직후 가격이다. 7/29 종가 및 이론가 기준 할인율은 75.8%에 달해 분할 이전보다 커졌다. 이관 5사가 NAV의 7.0%인데 분할비율은 24.4%인 비대칭의 산술적 결과이며, 출발 할인율 5%p당 주당 가치는 약 13,000원 움직인다.

하반기 전망: 방산이 공백을 메운다

2Q26 연결 영업이익은 2조 4,085억원(+80% YoY)으로 사상 최대를 확정했다. 에어로스페이스(+58% YoY)·솔루션(+200% YoY)·생명(+160%)이 실적 개선을 견인했고 별도는 건설 원가율 개선으로 영업이익률 11.3%를 지켰다. 하반기는 연결 범위가 바뀐다. 연결 범위 축소분은 방산·조선 물량 증가가 상쇄할 것으로 전망된다.

주주환원 재원이 대부분 존속법인에 남는데다, 최소 주당배당금 1,000원과 자사주·우선주 소각이 공시로 묶여 있어 향후 주주가치 제고도 기대된다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	55,647	74,785	92,734	96,334	100,090
영업이익 (십억원)	2,416	4,147	7,422	8,926	9,682
영업이익률 (%)	4.3	5.5	8.0	9.3	9.7
순이익 (십억원)	773	372	1,555	1,931	2,134
EPS (원)	7,916	3,939	17,887	28,374	31,371
ROE (%)	7.2	3.3	12.5	13.9	13.5
P/E (배)	3.4	20.7	4.7	3.0	2.7
P/B (배)	0.2	0.6	0.5	0.4	0.3
배당수익률 (%)	3.0	1.3	1.8	2.0	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화, 미래에셋증권 리서치센터

I. 분할 이후: 존속의 구조와 밸류에이션

1. 구조: 지배력은 복제되고, 순차입은 존속에 남았다

분할 구조가 공시로 확정됐다. 존속 (주)한화는 방산·조선·에너지·금융 지분과 건설·글로벌 자체사업을 보유하고, 신설 한화머시너리앤서비스홀딩스는 비전·갤러리아·호텔앤드리조트·모멘텀·로보틱스 5사(장부가 7,847억원)와 현금 1,000억원으로 구성된다. 차입 부채는 사실상 전액 존속에 남는다(신설 부채 290억원, 유동부채 없음). 우선주(한화3우B 포함)도 보통주와 같은 비율로 양사에 배정됐다.

공시된 분할 목적은 "사업부문별 책임경영 확립과 시장으로부터의 적정한 가치평가"다. 해석하면, 그간 복합 사업지주 구조가 받아온 할인 요인을 사업 성격별로 분리해 해소하려는 시도다. 존속은 상장 자회사 가치의 약 80%가 방산(에어로스페이스)에 집중된 사실상의 방산·조선 지주가 되고, 신설은 유통·레저·로봇·기계 등 내수·성숙 사업의 별도 지주가 된다. 성장 자산과 성숙 자산의 밸류에이션 잣대가 분리되는 것 자체가 이번 분할의 가장 큰 의미다.

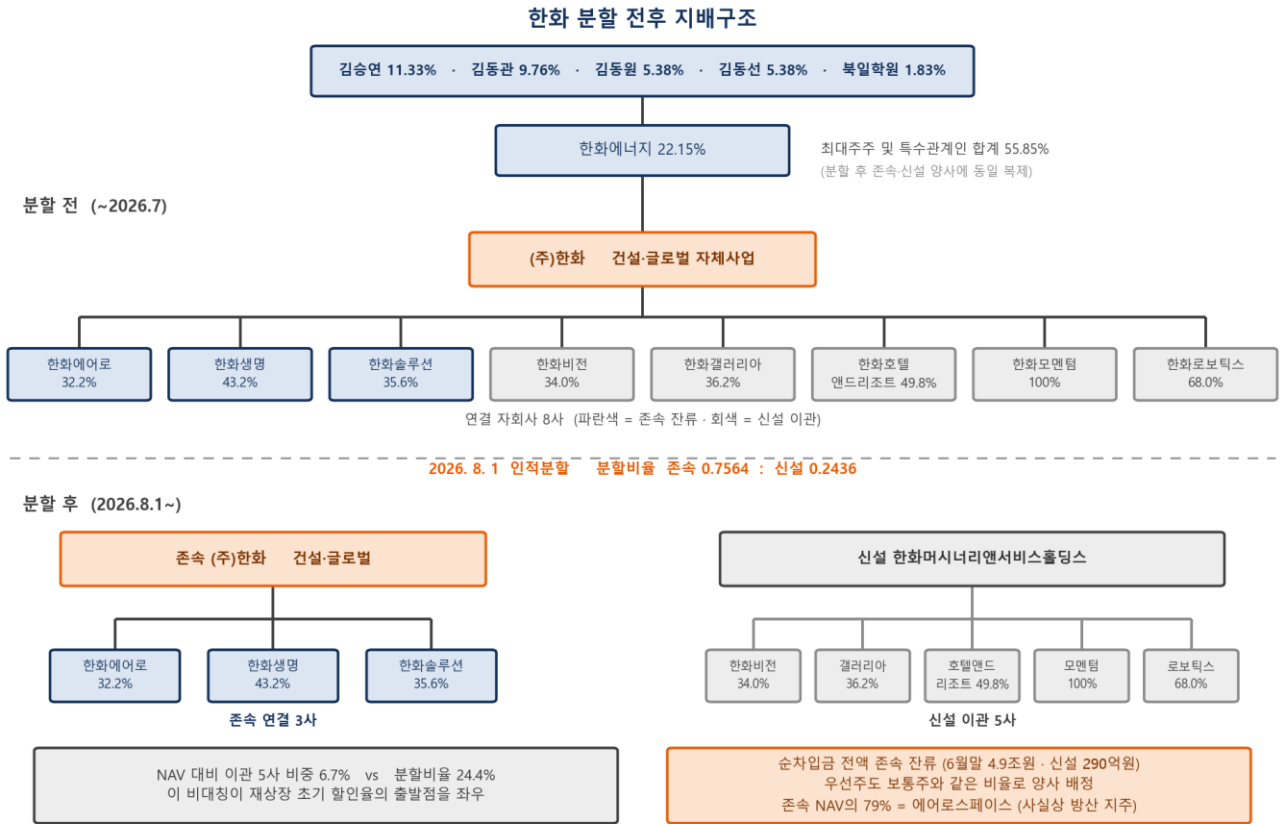
표 1. 한화 인적분할 주요 일지

일자	내용
2026-01-14	이사회 분할 결의: 기업가치제고계획과 같은 날 제정
2026-05-14	분할계획서 정정 · 분할비율 0.7563533 : 0.2436467 확정(자기주식 소각 반영)
2026-07-15	임시주주총회 분할계획서 승인
2026-07-29	분할 전 최종 거래일 (매매거래정지 7/30~8/24)
2026-08-01	분할기일
2026-08-03	분할 등기 · 우선주 배정 확정
2026-08-25	존속 (주)한화 재상장 · 신설 한화머시너리앤서비스홀딩스 신규상장

자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

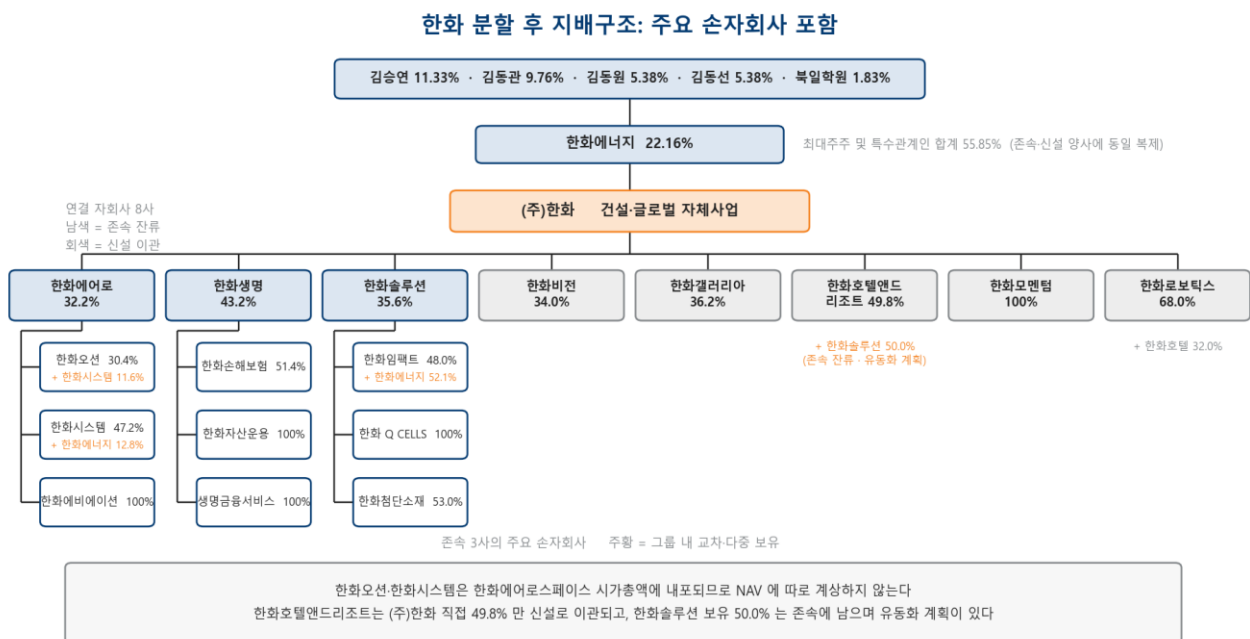
오너 일가 지배력은 양사에 동일하게 복제된다. 최대주주 및 특수관계인 합계 55.85%(한화에너지 22.15%, 김승연 회장 11.33% 등)가 존속·신설 모두에서 유지되며, 자기주식 소각으로 실효 지분율은 소폭 상향된다. 사업 관할과의 정합도 뚜렷하다. 존속에는 김동관 부회장의 방산·에너지와 김동원 사장 관할 금융이, 신설에는 김동선 부사장이 관할해 온 유통·레저·로봇과 기계가 배치된다. 향후 지분 재배치를 통한 계열 분리 가능성은 구조적 시나리오일 뿐, 공시된 계획은 없다.

그림 1. 한화 분할 전후 지배구조: 연결 실적 반영 회사 기준



자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한화 지배구조와 주요 손자회사: 분할 후 존속 기준



자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

2. 존속 밸류에이션: 목표주가 185,000원 및 매수 의견 유지

존속 NAV는 18조 1,244억원으로 잠정 산정된다. 상장 3사 귀속가치 22조 8,780억원(에어로스페이스 32.18%, 솔루션 35.61%, 생명 43.24%: 8/24 종가)에 브랜드 로열티 자본화 1조 7,050억원을 더하고, 본사비용 5,549억원과 조정 순차입 5조 4,530억원(6월말 4조 9,424억원 + 신설 이관 현금 1,000억원 + 솔루션 유상증자 납입 4,106억원), 우선주 4,302억원 등을 차감한 값이다.

표 2. 한화(존속) NAV 및 12개월 적정가치: 잠정, 재상장 후 확정

(억원)

구분	값	비고
상장 자회사 합계	228,780	2026-08-24 종가 기준
· 한화에어로스페이스	183,354	시총 × 지분 32.18%
· 한화솔루션	25,747	유상증자 후 35.61%
· 한화생명	19,679	지분 43.24%
브랜드 로열티 자본화	17,050	3년평균 로열티 기준
본사비용 (-)	-5,549	연 500억원 자본화
조정 순차입 (-)	-54,530	6월말 49,424(차입금·사채·현금) + 이관현금 1,000 + 솔루션 증자 4,106
자체사업 잔차 (-)	-205	
우선주 (-)	-4,302	존속 배정 14,708,840주 × 7/29 종가 29,250원
NAV 합계	181,244	
12개월 적정가치 (잠정)	185,000원	12M 할인율 50.85% 경로 · 유통주식수 52,472,375주 · 12M NAV 성장 8.8% 반영

주: 8/24 종가 기준

자료: KRX, DART, 미래에셋증권 리서치센터

할인율은 거래정지 직전(7/29) 관측치 54.75%에서 출발해 12개월 후 50.85%로 축소되는 경로를 가정했다. 이전 목표주가 107,000원에서 185,000원으로 상향한다. 조정 순차입은 주요 이벤트만 가산한 잠정치로, 11월 3분기 실적 공시 시 실측으로 대체한다. 순차입금은 6월말 4조 9,424억원(차입금·사채 기준)에 분할 후 확정 이벤트를 반영한 값이며, 회사는 연말 5조원 미만 관리 방침을 밝히고 있어 부동산 매각이 진척되면 상방 요인이 된다.

유의할 점은 재상장 직후의 가격 발견이다. 분할 후 이론 기준가(83,592원, 종가는 83,800원)가 함의하는 할인율은 분할 전(54.75%)보다 훨씬 커진다. 이관 5사가 NAV의 7.0%에 불과한데 분할비율은 24.4%인 비대칭의 산술적 결과다. 재상장 초기 주가가 이 간극의 어디에서 형성되는지에 따라 적정가치의 출발점이 달라질 수 있다.

3. 분할이 목표 할인율 산정 요소에 미치는 영향

분할은 실적분 아니라 할인율 산정의 구조 자체를 바꾼다. 첫째, 비상장 자회사 가치 비중이 사실상 0이 된다. 비상장 자산의 불투명성에 부과하던 할인 가산 요인이 소멸한다. 둘째, 상장 자산 내 방산 비중이 약 80%로 올라서며 "복합 사업지주"가 아니라 "방산 지주"로 비교군이 바뀐다. 셋째, 기업가치제고계획(최소 배당·소각 약속)이 분할을 전제로 설계되어 분할 후에도 유효하다. 밸류업 이행이 할인율 축소 경로의 핵심 전제다. 배당 측면에서는 무배당 5사의 이관으로 존속의 배당 수취 집중도·커버리지가 소폭 개선되는 방향이다. 다만 분할 전 5년 할인율 평균과의 직접 비교는 의미를 잃는다. 본 보고서의 할인율 시계열 차트도 분할 전 실제 기준이며, 존속 기준 시계열은 재상장 이후 새로 추적된다.

II. 주가 누르기와 주주환원 이슈

1. 주주환원: 분할에도 불구하고 환원 재원은 대부분 남는다

주주환원은 분할 이후 존속 회사를 보는 핵심 축이다. 회사는 기업가치제고계획(1월 제정·3월 재공시)에서 최소 주당배당금 1,000원, 자기주식 약 445만주 소각, 제1우선주 전량 매수 후 소각, 2030년 자기자본이익률(ROE) 12% 달성을 제시했고, 8월 컨퍼런스콜에서 최소 1,000원에 추가 재원을 더하는 방향과 연결 기준 주주환원을 25%를 재확인했다. 배당은 2025년 결산분부터 적용되며 중간배당 계획은 없다. 같은 기간 2030년까지 시설 3,000억원·연구개발 2,000억원·지분 2,000억원 등 총 7,000억원 투자도 함께 제시됐다.

분할이 환원 재원을 훼손하지 않는다는 점이 중요하다. 신설법인(한화머시너리앤서비스홀딩스)으로 이관되는 5개사는 전원 무배당이었다. 존속 회사의 배당 수취 기반은 한화에어로스페이스 배당과 브랜드 로열티·임대수익으로 구성되며, 이관 대상에 배당원이 없었으므로 재원은 그대로 남는다. 오히려 배당을 내지 않던 자회사가 빠지면서 존속 기준 배당 커버리지는 소폭 개선되는 방향이다. 우선주 측면에서도 제1우선주 소각이 예정돼 있고, 제3우선주(한화3우B)는 존속 회사에 약 1,470만주가 남는다.

주주 입장에서 분할 전 1주는 존속 0.7564주와 신설 0.2436주로 나뉜다. 존속의 최소 배당 1,000원을 적용하면 분할 전 1주 기준 환산 배당은 약 756원이며, 신설 회사가 배당을 개시하면 그만큼 더해진다.

신설 회사만의 배당 정책은 공시되지 않았으나, 존속 기준으로만 보면 최소 배당은 하한이 명시된 것이고, 자사주·우선주 소각은 주식 수를 줄여 주당 가치를 높이는 방향을 기대한다.

2. 주가 누르기 특례와 저PBR 공표: 한화는 일단 제외 전망

2026년 세제개편안(8월 3일 발표, 2027년 4월 시행)은 상장주식 상속·증여 평가에 특례를 신설했다. 13개 반기 중 12개 반기 이상 주가순자산비율(PBR)이 업종별 하위 25%(코스닥 10%)에 머문 종목은 평가액이 현행 전후 2개월 증가평균 대비 최소 30% 할증된 금액으로 잡힌다. 대주주가 승계 부담 때문에 주가 상승을 반기지 않는다는 오래된 지적을, 세법이 정면으로 겨냥한 셈이다. 별도로 거래소는 2026년 11월 저PBR 종목 명단을 공표한다.

한화는 아직 주가누르기 관련 세제 개편안은 확정 전이지만, 현재상으로는 이 두 제도의 대상이 아니다. 다만 근거는 '늘 기준선 위였다'라기보다 판정 규칙에 있다. 거래소 산출 PBR로 13개 반기를 되짚으면 한화는 2021년 상반기, 2022년 상반기, 2024년 상·하반기 등 4개 반기에서 유가증권시장 산업재 업종 하위 25%에 들었다. 특히 2024년에는 0.24배까지 내려가 당시 기준선(0.45배·0.39배)을 크게 밑돌았다.

그러나 공표 요건은 최근 6개 반기 중 이탈이 1회 이하여야 하고, 평가 특례는 13개 반기 중 12개 반기 이상 하위여야 한다. 한화는 최근 6개 반기 중 하위가 2회(2024년 상·하반기)에 그쳐 두 요건 모두에서 벗어나 있다. 참고로 업종 기준선은 고정값이 아니라 반기마다 0.39배에서 0.77배 사이에서 움직인다.

그럼에도 승계 자체는 진행형이다. 김승연 회장 지분 11.33%가 남아 있고, 세 자녀는 직접 20.52%와 한화에너지(22.15%)를 통해 지배력을 나눠 갖고 있다. 분할로 두 개의 상장 법인이 생기면서 지분 재배치의 선택지가 늘어난 것은 사실이나, 계열 분리 여부는 공시된 바 없어 구조적 가능성에 그친다. 투자 판단의 관점에서 중요한 것은 방향이다. 제도는 주가를 누를 유인을 줄이는 쪽으로 움직였고, 회사는 배당 하한과 소각을 공시로 묶었다. 이는 지주회사 할인의 축소를 지지하는 요인으로 작용한다.

거래소 공식 GICS 분류에서 한화는 산업재(Industrials)이며 2026년 상반기 기준 한화는 0.75배로 기준(0.39배로 추정)의 두 배 수준으로 보인다. 지주회사가 자회사 지분을 의무 보유해 구조적으로 저평가되기 쉽다는 점을 감안하면, 한화가 이 범주에서 빠져 있다는 사실 자체가 상대적 강점이다.

분할 이후 상황을 관찰할 필요는 있다. 존속 회사는 이관으로 지배주주지분 순자산이 약 1조 4,000억원 줄어 12조원 수준이 된다. 감소율은 약 10%다. 재상장 기준가로는 기준선에 놓이나, 당사 목표주가 185,000원 수준에서는 0.81배로 기준을 크게 웃돌게 된다. 즉 재상장 초기 가격이 어디서 형성되느냐에 따라 존속의 PBR은 기준선 위아래를 오갈 수 있다. 다만 판정이 최근 6개 반기 누적으로 이뤄지는 만큼 실제 대상이 되려면 그 상태가 여러 반기 이어져야 하며, 이는 2028년 이후의 문제다.

이 특례는 2027년 4월 시행 예정이고 시행 전 국회 논의에서 요건이 바뀔 여지가 있다. 대상 기업 평균 PBR이 0.27배 수준에 그쳐 실효성이 낮다는 비판과, 13개 반기 중 2개 반기만 벗어나면 회피가 가능하다는 지적이 함께 제기됐다. 요건이 완화되면 제도의 압박은 약해지고, 강화되면 대상이 넓어진다.

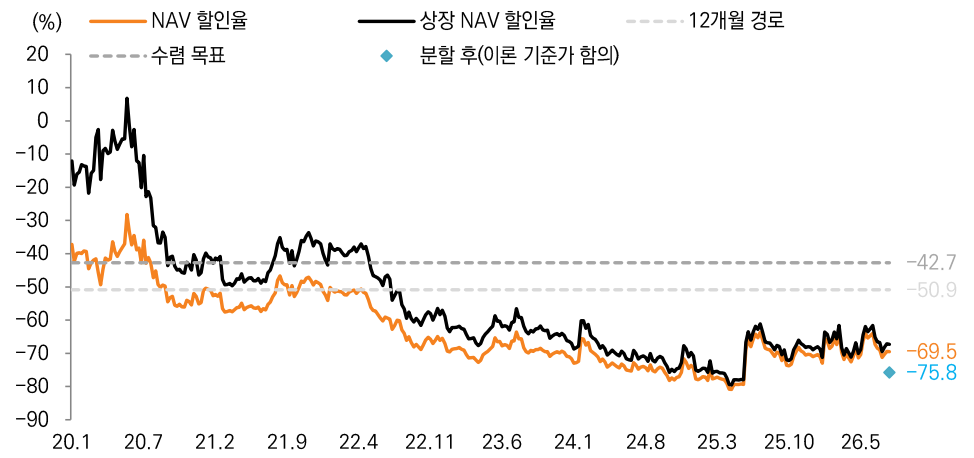
다만, 보수적으로 본다면 분할 후 순자산이 줄어든 상태에서 주가가 부진할 경우 여유폭은 지금보다 좁아질 가능성은 있다. 재상장 이후 존속 기준 PBR을 반기마다 확인할 필요는 있다.

3. 밸류업 공시와 할인율: 갭은 벌어지고 있다

할인율을 움직이는 또 하나의 축은 주주환원 계획의 공시 여부다. 당사가 지배구조와 자산 구성이 유사한 국내 지주·대기업 21개사를 대상으로 비교한 결과, 2026년 들어 기업가치 제고계획을 공시한 기업군의 NAV 할인율은 평균 15.6%p 축소된 반면 공시하지 않은 기업군은 4.8%p 확대됐다. 두 그룹의 격차는 16.7%p로 벌어졌다. 계획의 내용보다 계획을 내놓았는지 여부가 먼저 가격에 반영되고 있다는 뜻이다.

다만, 공시는 출발선을 당길 뿐이고 그 다음은 이행 실적이 가른다. 한화가 최소 배당 하한과 소각을 수치로 못 박은 것, 그리고 분할이라는 구조 변경을 실제로 집행한 것은 이 점에서 의미가 있다. 한화의 기업가치제고계획은 2026년 1월 제정 후 3월 재공시됐고, 회사는 2027년 1월 이전 재공시 방침을 밝혔다. 분할 이후 존속 기준으로 계획이 갱신되면 그 시점이 할인율 축소 속도를 재평가하는 계기가 될 것으로 본다. 당사가 12개월 경로에서 가정한 축소 폭(54.75%→50.85%)은 이행이 계획대로 진행되는 것을 전제로 한다.

그림 3. 한화 NAV 할인율 추이와 분할 후 위치 (주간)



주: 계열은 분할 전 (주)한화 기준으로, 본문의 출발 할인율 54.75%는 존속 기준

자료: KRX, DART, 미래에셋증권 리서치센터

III. 2Q26 리뷰와 하반기 전망: 방산이 끌고 금융이 반쳤다

1. 연결 매출 +49%, 영업이익 +80%: 반기보고서로 확정

2Q26 연결 매출액은 28조 6,378억원(+49% YoY), 영업이익은 2조 4,085억원(+80% YoY)으로 사상 최대 분기 실적을 확정했다(반기보고서 8/14 공시). 세전이익 2조 1,481억원, 지배주주 순이익 4,407억원을 기록했으며, 상반기 누계로는 매출 50조 893억원, 영업이익 3조 6,752억원이다. 분기 영업이익률은 8.4%로 전년동기(6.9%) 대비 1.5%p 개선됐다.

성장의 축은 비금융 부문에서 발생했다. 비금융 매출은 15조 8,794억원(+44%), 영업이익 1조 5,832억원(+77%)으로, 에어로스페이스(매출 +47%, 영업이익 +58%)와 솔루션(영업이익 +200%)이 증익을 이끌었다. 금융부문도 매출 12조 7,584억원(+56%), 영업이익 8,253억원으로 생명·손해보험이 나란히 이익을 확대하는데 성공했다.

부문별로 보면 상반기 기준 화약제조(방산) 부문이 매출 7조 3,149억원에 영업이익 1조 1,679억원, 조선이 9조 6,087억원에 1조 1,517억원으로 두 축을 이뤘고, 금융 부문이 24조 5,104억원에 1조 4,093억원을 더했다. 태양광은 5조 3,979억원에 1,240억원으로 흑자 기조를 회복했다.

유의할 점은 연결 범위의 변화다. 8월 1일 인적분할로 비전·갤러리아·호텔앤드리조트·모멘텀·로보틱스 5사가 신설 한화머시너리엔서비스홀딩스로 이관되어, 3분기부터 존속 회사의 연결 범위에서 순차적으로 제외된다. 아래 전망은 이관 5사를 3분기 1개월분만 산입한 뒤 제외하는 기준이다.

존속 기준 전망을 요약하면, 3Q26F 연결 매출은 19조 3,497억원, 영업이익은 1조 8,567억원으로 추정한다(이관 5사 1개월분 매출 4,230억원 포함). 온기 첫해인 2027F에는 매출 96조 3,338억원, 영업이익 8조 9,265억원을 전망한다: 영업이익의 66%를 에어로스페이스(5조 8,560억원)가 차지하고 생명(1조 6,790억원)·솔루션(1조 1,710억원)이 뒤를 잇는 구조로, 분할 취지대로 방산 중심의 이익 체력이 전면에 드러난다. 이관 5사의 기여는 2026F 매출 3조 6,480억원·영업이익 1,520억원을 끝으로 소멸할 전망이다.

표 3. 2Q26 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q25	1Q26	2Q26P		성장률	
			잠정치	미래에셋증권	YoY	QoQ
매출액	19,242	21,451	28,638	21,175	48.8	33.5
영업이익	1,333	1,267	2,409	1,588	80.7	90.1
영업이익률 (%)	6.9	5.9	8.4	7.5	1.5	2.5
세전이익	495	922	2,148	1,283	333.9	133.0
순이익	73	145	441	271	504.1	204.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화, 미래에셋증권 리서치센터

2. 부문·자회사: 무엇이 끝났나

1) 비금융: 방산·조선 증익에 태양광 턴어라운드

한화에어로스페이스(연결)는 매출 9조 2,929억원(+47%), 영업이익 1조 3,655억원(+58%, 영업이익률 14.7%)을 기록했다. 지상방산 물량 증가와 한화오션의 외형 성장이 견인했고, 건조한 수주잔고를 바탕으로 국내·수출 물량과 항공엔진 물량 증가가 이어질 전망이다.

한화솔루션(연결)은 매출 4조 5,827억원(+47%), 영업이익 3,065억원(+200%, 영업이익률 6.7%)으로 개선 폭이 가장 컸다. 신재생에너지 모듈 가격 상승과 케미칼 주요 제품의 국제가격·스프레드 확대가 겹쳤고, 미국 공장 가동 정상화와 원가 절감이 하반기 개선을 뒷받침한다.

한화비전(연결)은 매출 5,423억원(+19%), 영업이익 656억원(+17%)으로 견조했다. 세미텍의 반도체 장비(TCB·PLP) 매출 증가와 SMT 업황 회복이 더해졌다. 한화모멘텀(연결 기준)은 매출 607억원에 영업적자 160억원으로 전환했다. 이차전지 시황 악화와 수주 지연의 영향이며, 타이어·디스플레이 고객 수주로 턴어라운드 발판을 마련 중이다.

다만 비전과 모멘텀은 분할로 신설 회사에 이관되는 자회사다. 존속 회사의 3분기 이후 실적에는 반영되지 않으므로, 존속 관점의 증익 동력은 에어로스페이스·솔루션과 금융, 그리고 별도 자체사업으로 압축된다.

2) 금융과 별도: 생명의 이익 개선, 건설은 원가율로 방어

한화생명(연결)은 매출 12조 6,041억원(+62%), 영업이익 6,268억원(+160%)을 기록했다. 보험금 예실차 개선과 손실계약비용 축소로 보험손익이 확대됐고, 이자·배당익 중심의 투자 손익이 더해졌다. 한화손해보험도 영업이익 1,408억원(+33%)으로, 7월 시행된 도수치료 관리급여 효과가 하반기 보험손익 개선 요인이다.

별도 실적은 매출 1조 13억원(-11%), 영업이익 1,133억원(-13%)이다. 건설이 매출 5,774억원(-22%)으로 대형사업 준공 공백을 겪었지만, 원가율 개선으로 영업이익 584억원(영업이익률 10.1%)을 지켜냈다. 글로벌은 매출 3,535억원(+7%)에 영업이익 49억원: 암모니아 원가 부담(톤당 \$500→\$800→\$700 수준)이 질산·화약 마진을 압박했다.

회사는 컨퍼런스콜에서 연간 별도 매출은 감소하겠지만 원가율 개선(연간 타겟 약 89%)으로 흑자 기조를 유지하고, 연말 별도 순차입금을 5조원 미만으로 관리하겠다고 밝혔다. 건설 수주잔고는 13.4조원(이라크 BNCP 9.6조원 제외 기준)으로, 재건축·데이터센터 중심의 2026년 수주 계획 2.7조원이 진행 중이다.

요약하면 2Q26은 "연결로 벌고 별도로 지킨" 분기다. 존속 회사 관점에서는 방산·조선·금융의 이익 체력이 확인됐고, 별도 자체사업은 매출 역성장 속에서도 이익률 방어에 성공했다.

3. 하반기 전망: 존속 법인의 힘. 방산과 조선에 기대

하반기는 연결 범위가 바뀌는 구간이다. 이관 5개사는 3분기에 1개월분만 반영된 뒤 연결에서 빠진다. 당사는 3분기 연결 매출 19조 3,497억원·영업이익 1조 8,567억원, 4분기 매출 23조 2,955억원·영업이익 1조 8,903억원을 전망한다. 연간으로는 매출 92조 7,345억원·영업이익 7조 4,222억원이며, 이관 5사가 온기로 빠지는 2027년은 매출 96조 3,338억원·영업이익 8조 9,265억원으로 증익 흐름이 이어질 것으로 본다.

자회사별로 보면 증익의 축은 한화에어로스페이스다. 3분기 매출 7조 7,073억원·영업이익 1조 2,425억원, 4분기 매출 9조 6,773억원·영업이익 1조 4,398억원으로 4분기 계절적 성수기 효과가 더해질 전망이다. 지상방산 물량과 한화오션의 외형 확대가 이어지고, 항공 엔진 물량 증가가 더해진다. 존속 영업이익에서 차지하는 비중은 2027년 기준 66%로, 분할 이후 실적의 방향은 사실상 이 회사가 결정한다.

한화솔루션은 스프레드가 관건이다. 미국향 양면형 모듈 가격은 2025년 0.26달러 내외에서 2026년 3월 0.305달러까지 올라 현재 횡보하고 있고, 원재료인 폴리실리콘은 1월 킬로그램당 7.9달러에서 4월 4.4달러로 내렸다. 판가 상승과 원가 하락이 겹치며 2분기 영업이익이 세 배로 늘어난 배경이다. 다만 판가가 3월 이후 더 오르지 않고 있어, 시장에서는 그 이익 증가 속도가 완만해지는 것으로 추정한다. 컨센서스를 감안, 2027년 전망치는 1조 1,710억원으로 조정했다.

한화생명 3분기 영업이익 2,700억원·4분기 2,110억원으로 상반기 대비 둔화를 예상하고 있다. 보험금 예실차 개선과 손실계약비용 축소가 이어지지만, 하반기는 계절적으로 이익 기여가 낮다. 별도 자체사업은 3분기 영업이익 1,090억원, 4분기 1,020억원으로 흑자 기초를 유지할 것으로 본다. 건설 부문의 대형사업 준공 공백이 이어지는 가운데 원가율 개선으로 방어하는 구도이며, 이라크 잔여 물량의 승인 시점이 변수다.

정리하면 하반기 실적 변화의 요인은 세 가지다. 1) 이관 5사 제외로 연결 매출이 분기 1조 7,000억원 안팎 줄어드는 효과가 예상된다. 2) 다만, 방산·조선의 물량 증가가 그 공백을 메우고도 남는다는 점이다. 마지막으로 3) 태양광 스프레드의 추가 확대 여부다. 앞의 두 가지는 가시성이 높고, 세 번째가 전망의 변동을 가를 전망이다.

4. 하반기 점검 사항: 건설·이라크·자회사 이슈

별도 자체사업에서는 건설이 관건이다. 2분기 말 수주잔고는 13조 4,000억원으로(이라크 BNCP 9조 6,000억원 제외 기준) 외형 방어에 기반은 남아 있고, 2026년 신규 수주 계획 2조 7,000억원은 재건축과 데이터센터를 중심으로 진행 중이다. 회사는 연간 원가율 목표를 약 89%로 제시했는데, 이는 건설 부문에 한정된 수치이며 별도 전체 기준이 아니다. 프로젝트파이낸싱 우발채무는 4,700억원 규모로 준공 후 회수를 전제하면 2027년 말까지 해소될 것으로 회사는 보고 있다.

이라크 BNCP 잔여 7만 세대는 하반기 최대 변수다. 중동 정세 불안으로 현지 국무회의 승인이 지연되고 있으며, 승인 시점에 따라 2027년 이후 건설 매출의 레벨이 달라진다. 당사 추정에는 잔여 물량을 반영하지 않았다. 승인이 이뤄지면 상방 요인이고, 지연이 길어지더라도 기존 잔고로 하방은 제한적이라고 판단한다. 글로벌 부문은 암모니아 원가가 톤당 500달러에서 800달러까지 올랐다가 700달러 수준으로 되돌아온 상태로, 질산·화약 원가 부담이 점진적으로 완화되는 국면이다.

자회사 쪽에서는 세 가지를 함께 봐야 한다. 에어로스페이스는 항공엔진 물량 증가와 한화 오션의 외형 확대가 이어지고, 방산 수출 파이프라인이 잔고를 뒷받침한다. 생명은 7월 시행된 도수치료 관리급여 전환이 하반기 보험손익 개선 요인으로 작용한다. 솔루션은 미국 모듈 판가와 폴리실리콘 원가의 스프레드가 실적을 좌우하는 구조가 유지된다.

한편 한화에서 진행중이었던 공정거래위원회 관련 현장조사는 종료된 것으로 보이며, 현재 까지 별도로 공시된 제재 사항은 없다.

표 4. 한화 분기 및 연간 실적: 분할 5사는 3Q26F 1개월 산입 후 연결 제외

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	16,643	19,242	17,787	21,114	21,451	28,638	19,350	23,295	74,785	92,734	96,334
별도	1,102	1,130	1,076	1,006	1,058	1,001	993	928	4,315	3,980	3,980
에어로스페이스	5,484	6,311	6,486	8,421	5,751	9,293	7,707	9,677	26,703	32,428	35,549
생명	6,455	7,790	5,847	7,344	9,985	12,604	5,991	8,374	27,436	36,954	39,077
솔루션	3,094	3,117	3,364	3,757	3,882	4,583	4,560	5,094	13,333	18,119	19,491
이관 5사(분할)	851	1,137	1,518	1,634	1,502	1,724	423	0	5,139	3,648	0
기타·연결조정	-343	-243	-504	-1,048	-727	-567	-324	-778	-2,141	-2,395	-1,763
영업이익	1,073	1,335	1,344	395	1,267	2,409	1,857	1,890	4,147	7,422	8,926
별도	152	130	65	-5	189	113	109	102	341	514	514
에어로스페이스	561	865	856	808	639	1,365	1,242	1,440	3,089	4,687	5,856
생명	371	241	355	180	481	627	270	211	1,147	1,588	1,679
솔루션	30	102	-7	-490	93	307	191	250	-365	841	1,171
이관 5사(분할)	28	67	82	43	35	85	32	0	219	152	0
기타·연결조정	-69	-70	-7	-141	-170	-88	13	-113	-284	-360	-294
세전이익	548	497	1,123	-157	922	2,148	1,594	1,537	2,011	6,200	7,606
순이익(지배)	86	74	365	-153	145	441	449	521	372	1,555	1,931
영업이익률 (%)	6.4	6.9	7.6	1.9	5.9	8.4	9.6	8.1	5.5	8.0	9.3

주: 인적분할로 연결 범위가 변경. 기존 자회사는 7월까지 실적만 산입

자료: 한화, 미래에셋증권 리서치센터

5. 주요 Q&A: 2Q26 실적 컨퍼런스콜

Q) 건설: 연간 이익과 원가율 관리 목표는

A. 회사는 연간 별도 매출이 감소하더라도 원가율 개선(연간 타겟 약 89%)을 통해 흑자 기초를 유지하겠다고 밝혔다. 2Q26 건설 원가율 개선으로 영업이익률 10.1%를 기록한 흐름의 연장이다.

Q) 이라크 BNCP: 잔여 7만 세대 재개 시점은

A. 중동 분쟁 장기화로 잔여 7만 세대에 대한 국무회의 승인이 지연되고 있으나, 분쟁 안정화 시 승인될 것으로 예상한다는 입장이다. 2분기 말 기준 관련 수주잔고는 약 9.6조원이다.

Q) 재무: 연말 순차입금 관리 목표는

A. 올해 말 별도 순차입금을 5조원 미만으로 관리할 계획이라고 밝혔다. 한화솔루션 유상증자 대금 납입 등을 고려한 수치로, 2분기 말 별도 순차입은 이미 이 범위에 근접해 있다.

Q) 주주환원: 분할 후 정책 방향은

A. 2030년까지 총 7,000억원 투자(시설 3,000억·연구개발 2,000억·지분 2,000억)와 함께 최소 주당배당금 1,000원+ α , 자본배분 중 주주환원 25%를 유지하겠다는 방침을 재확인했다.

한화 (000880)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	74,785	92,734	96,334	100,090
매출원가	64,747	80,703	84,494	87,789
매출총이익	10,038	12,031	11,840	12,301
판매비와관리비	5,891	4,609	2,913	2,619
조정영업이익	4,147	7,422	8,926	9,682
영업이익	4,147	7,422	8,926	9,682
비영업손익	-2,136	-1,222	-1,320	-1,301
금융손익	-1,204	-1,425	-1,367	-1,326
관계기업등 투자손익	153	354	261	300
세전계속사업손익	2,011	6,200	7,606	8,381
계속사업법인세비용	19	1,112	1,429	1,584
계속사업이익	1,992	5,088	6,177	6,797
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,992	5,088	6,177	6,797
지배주주	372	1,555	1,931	2,134
비지배주주	1,619	3,533	4,246	4,663
총포괄이익	3,070	12,125	6,177	6,797
지배주주	864	3,932	2,121	2,335
비지배주주	2,206	8,193	4,055	4,463
EBITDA	6,505	9,827	11,434	12,614
FCF	2,636	686	16,431	10,607
EBITDA 마진율 (%)	8.7	10.6	11.9	12.6
영업이익률 (%)	5.5	8.0	9.3	9.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.5	1.7	2.0	2.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	105,999	118,448	137,095	146,433
현금 및 현금성자산	14,685	19,652	33,445	42,113
매출채권 및 기타채권	8,536	9,418	10,425	10,826
재고자산	16,070	17,731	19,627	20,382
기타유동자산	66,708	71,647	73,598	73,112
비유동자산	183,330	182,185	187,201	191,551
관계기업투자등	4,964	5,477	6,062	6,296
유형자산	37,085	35,268	39,593	43,662
무형자산	11,445	11,071	11,041	11,035
자산총계	289,329	300,633	324,296	337,984
유동부채	79,882	94,912	99,830	101,789
매입채무 및 기타채무	10,350	11,419	12,641	13,127
단기금융부채	38,784	51,169	51,409	51,505
기타유동부채	30,748	32,324	35,780	37,157
비유동부채	161,012	151,428	164,096	169,142
장기금융부채	28,636	32,960	32,960	32,960
기타비유동부채	132,376	118,468	131,136	136,182
부채총계	240,894	246,339	263,926	270,932
지배주주지분	11,840	13,005	14,834	16,855
자본금	474	364	364	364
자본잉여금	2,090	974	974	974
이익잉여금	8,479	9,814	11,644	13,664
비지배주주지분	36,595	41,289	45,535	50,198
자본총계	48,435	54,294	60,369	67,053

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	8,320	5,136	22,813	17,182
당기순이익	1,992	5,088	6,177	6,797
비현금수익비용가감	3,838	3,846	3,880	4,378
유형자산감가상각비	1,784	1,891	2,057	2,506
무형자산상각비	574	514	451	426
기타	1,480	1,441	1,372	1,446
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-571	-5,606	13,063	6,467
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-219	-957	-860	-343
재고자산 감소(증가)	-2,615	-355	-1,896	-755
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,455	242	702	280
법인세납부	-974	-834	-1,429	-1,584
투자활동으로 인한 현금흐름	-12,800	869	-6,971	-6,696
유형자산처분(취득)	-5,533	1,812	-6,382	-6,575
무형자산감소(증가)	-389	2	-420	-420
장단기금융자산의 감소(증가)	-555	-618	-706	-281
기타투자활동	-6,323	-327	537	580
재무활동으로 인한 현금흐름	10,330	5,315	-1,724	-1,885
장단기금융부채의 증가(감소)	16,720	13,790	240	96
자본의 증가(감소)	297	-1,226	0	0
배당금의 지급	-72	-99	-101	-114
기타재무활동	-6,615	-7,150	-1,863	-1,867
현금의 증가	5,840	4,967	13,793	8,668
기초현금	8,844	14,685	19,652	33,445
기말현금	14,685	19,652	33,445	42,113

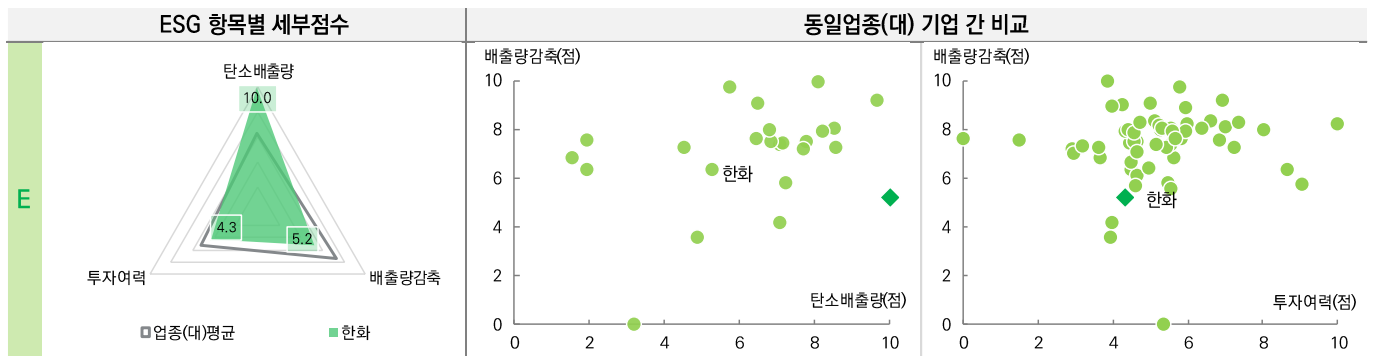
자료: 한화, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

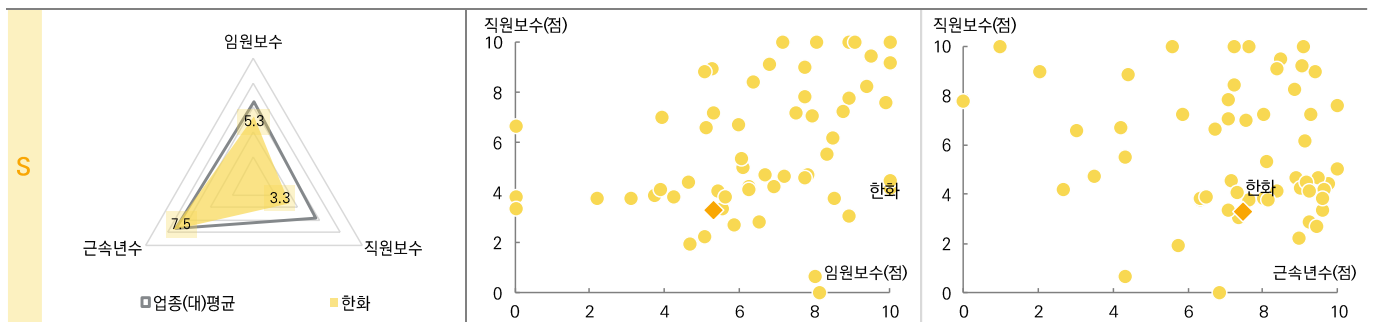
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	20.7	4.7	3.0	2.7
P/CF (x)	1.3	0.8	0.6	0.5
P/B (x)	0.6	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA (x)	14.0	5.4	3.8	3.1
EPS (원)	3,939	17,887	28,374	31,371
CFPS (원)	61,653	102,775	147,814	164,257
BPS (원)	126,620	179,068	218,431	248,123
DPS (원)	1,100	1,500	1,700	1,900
배당성향 (%)	3.8	1.5	1.4	1.5
배당수익률 (%)	1.3	1.8	2.0	2.3
매출액증가율 (%)	34.4	24.0	3.9	3.9
EBITDA증가율 (%)	61.9	51.1	16.4	10.3
조정영업이익증가율 (%)	71.6	79.0	20.3	8.5
EPS증가율 (%)	-50.2	354.1	58.6	10.6
매출채권 회전율 (회)	10.2	12.1	11.4	11.0
재고자산 회전율 (회)	5.1	5.5	5.2	5.0
매입채무 회전율 (회)	11.4	12.9	12.2	11.8
ROA (%)	0.7	1.7	2.0	2.1
ROE (%)	3.3	12.5	13.9	13.5
ROIC (%)	8.0	13.3	15.6	15.4
부채비율 (%)	497.4	453.7	437.2	404.1
유동비율 (%)	132.7	124.8	137.3	143.9
순차입금/자기자본 (%)	98.9	10.6	-13.9	-25.6
조정영업이익/금융비용 (x)	2.6	4.0	4.8	5.2

ESG 레이팅 : 한화 (000880)

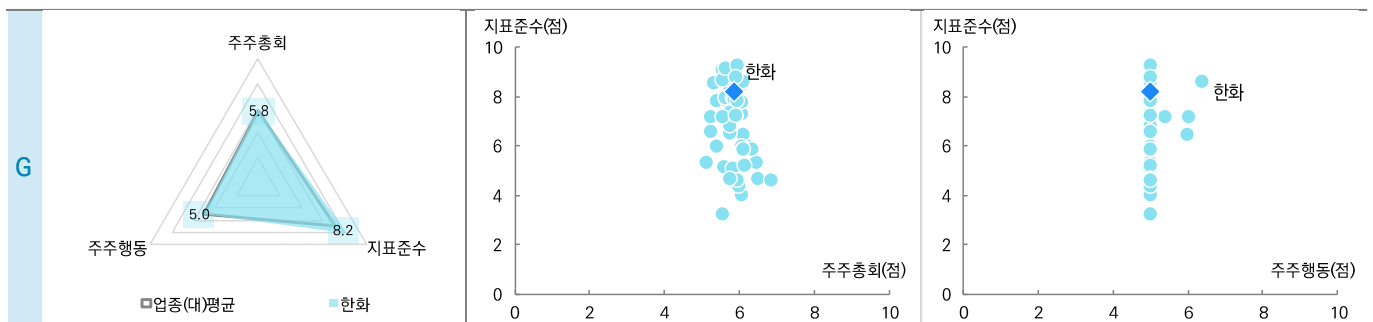
종합		세부항목						
E S G	카본 거버넌스 인센티브 ■업종(대)평균 ■한화	ESG 점수	5.6	▼	직전점수		업종(대)	산업재
		ESG 등급	BBB		직전등급		업종(중)	자본재
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	류제현
		카본(E)	6.4	AA	40	=	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	5.4	BBB	10	=		
		거버넌스(G)	5.0	A	50	=		
		가중치 변동없음						



(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출); (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례



(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수



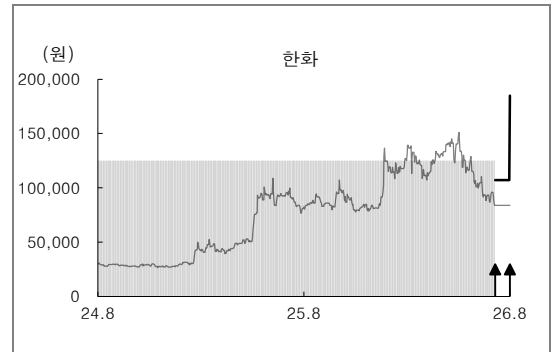
(1) 주주총회 = 주주 인건 종합 반대·가권 비율; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화 (000880)				
2026.08.25	매수	185,000	-	-
2026.07.30	매수	107,000	-21.68	-21.68



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.