

한화 (000880/KS)

쪼갠 후 증가한 시가총액

지주회사/통신서비스/ESG. 최관순 / ks1.choi@sks.co.kr / 3773-8812

Signal: 인적분할 이후 합산시가 총액 증가**Key:** 사업 포트폴리오 최적화 및 자원분배 효율에 대한 기대감**Step:** 추가적인 주주환원 가시화 될 경우 할인율 축소 전망

매수(유지)

목표주가: 170,000 원(상향)

현재주가: 137,100 원

상승여력: 24.0%

STOCK DATA

주가(26/09/15)	137,100 원
KOSPI	6,627.26 pt
52주 최고가	181,152 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	5,333 만주
시가총액	7,311 십억원
주요주주	
한화에너지(외 7)	59.37%
국민연금공단	7.88%
외국인 지분율	21.47%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	93,568	96,169	100,727
영업이익	십억원	6,734	7,472	7,913
순이익(지배주주)	십억원	895	986	1,070
EPS	원	13,160	14,490	15,729
PER	배	10.4	9.5	8.7
PBR	배	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	5.3	4.6	4.1
ROE	%	7.0	6.9	7.1
배당성향	%	8.9	8.9	8.8

인적분할 이후 합산시가 총액 증가

한화는 지난 1월 14일 존속법인 한화와 신설법인 한화머시너리앤서비스홀딩스가 0.756 : 0.244 비율로 인적분할을 결정하였다. 존속법인은 에어로스페이스(오션), 솔루션, 생명 등을 포함하고, 신설법인은 비전, 갤러리아, 호텔엔리조트(아워홈) 등이 포함되었다. 분할 거래정지 전 시가총액은 5.9조원이었으며, 분할 재상장 이후 전일 합산 시가총액은 7.9조원(존속법인: 7.3조원 + 신설법인: 0.6조원)으로 33.9% 증가했다. 합산 시가총액 상승의 배경은 사업 포트폴리오에 대한 최적화 및 자원분배 효율화에 대한 기대감으로 보인다. 현재 존속법인의 NAV 대비 할인율은 65.3%로 분할 전 기준으로 계산한 66.1% 대비 소폭 축소되었다.

26년 확실한 실적개선

26년 한화 실적개선을 예상한다. 에어로스페이스(26년 예상 영업이익: 4.3조원, +39.7% 이하 YoY)는 크로아티아와 4.1억유로 규모의 천무 수출계약을 체결하는 등 수출경쟁력이 강화되고 있으며, 솔루션(26년 예상 영업이익: 0.8조원, 흑자전환)은 유상증자 이후 미국 태양광 공장 가동과 중간선거 이후 신재생 발전에 대한 수요 확대 가능성이 부각되고 있다. 공사재개가 지연되고 있는 이라크 비스마아의 경우 최근 이라크 투자위원회 의장을 만나는 등 공사재개 가능성이 높아지고 있다. 그 밖에 자회사 실적 개선에 따른 상표권수입과 배당수입 등 자체 현금흐름도 개선될 것으로 예상된다. 이에 26년 한화는 연결 매출액 9.4조원(+25.2%), 영업이익 6.7조원(+62.0%)으로 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 17만원

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 인적분할 재상장 이후 사업 포트폴리오 최적화 및 자원분배 효율화에 대한 기대감이 할인율 축소로 이어질 것으로 예상하기 때문이다. 목표주가는 17만원을 제시한다. 분할에 따른 보유 순자가치 변동(Target 할인율: 40% 적용)을 고려한 결과이다. 한화는 지난 3월 보통주 5.4%와 5월 제1우선주 전량을 매입소각 한 바 있으며 최소 주당배당금은 1,000 원(배당수익률: 0.7%)이다. 현재 NAV 대비 할인율은 65.3%로 역사적 평균(64.2%)과 유사한 수치이다. 인적분할을 계기로 추가적인 주주환원이 가시화될 경우 경쟁사 대비 현저하게 높은 할인율 정상화를 기대해 볼 수 있는 시점이다.

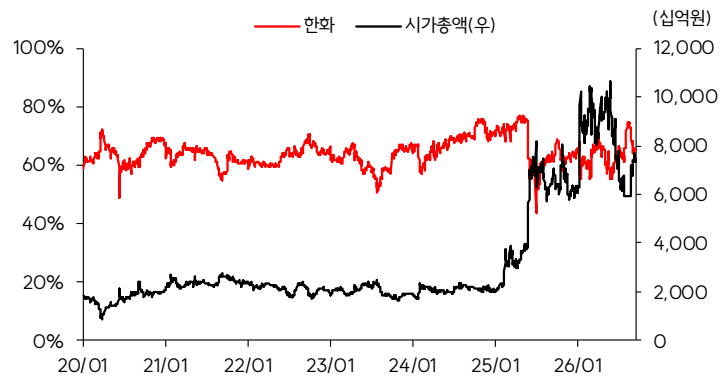
한화 목표주가 산정

(단위: 십억원, 주, 원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	한화솔루션	6,421	36.3%	1,274	2,332	
	한화생명	5,185	43.2%	1,449	2,242	
	한화에어로스페이스	54,812	32.2%	1,500	17,638	
	한화	7,311	1.6%		117	
비상장사	기타 자회사			1,777	1,777	
합계				6,000		
지분가치					24,107	
순차입금					4,972	2Q26 기준
사업가치					488	25년 실적의 8 배
브랜드가치					2,050	25년 상표권수익 10 배
우선주차감					602	
NAV					21,071	
한화 시가총액					7,311	
현재 NAV 대비 할인율					65.3%	
Target NAV 대비 할인율					40%	
목표 시가총액					12,643	
발행주식수					74,958,735	
적정주가					168,663	
목표주가					170,000	
현재주가					137,100	
상승여력					24.0%	

자료: SK 증권

한화 NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

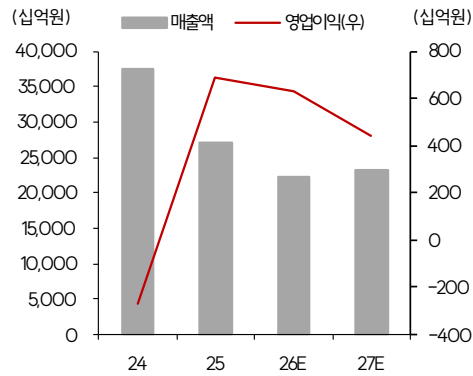
한화 분기별 연결기준 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26E	4Q26E	2025A	2026E	2027E
매출액	16,643	19,242	17,787	21,076	21,451	28,638	20,317	23,162	74,747	93,568	96,169
영업이익	1,073	1,335	1,344	404	1,267	2,409	1,734	1,324	4,156	6,734	7,472
영업이익률	6.4%	6.9%	7.6%	1.9%	5.9%	8.4%	8.5%	5.7%	5.6%	7.2%	7.8%

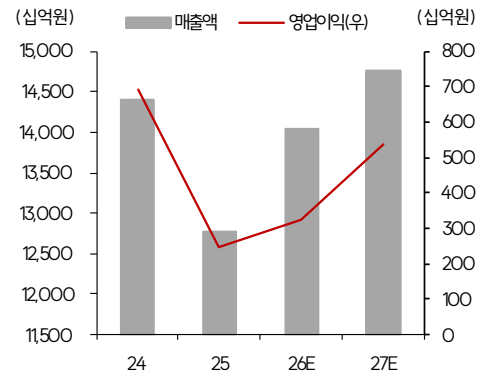
자료: 한화, SK 증권

한화 건설부문 실적 전망



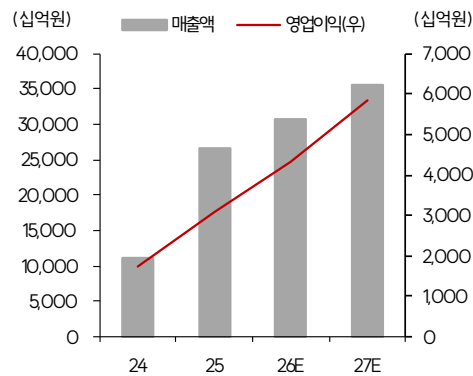
자료: 한화, SK 증권

한화 글로벌부문 실적 전망



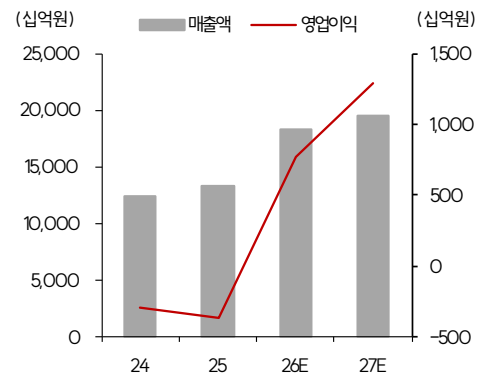
자료: 한화, SK 증권

한화에어로스페이스 연간 실적 전망



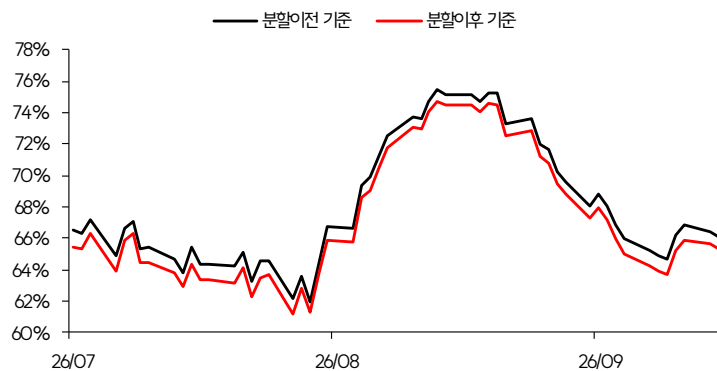
자료: FnGuide, SK 증권

한화솔루션 연간 실적 전망



자료: FnGuide, SK 증권

분할 전후 기준 NAV 대비 할인율 추이



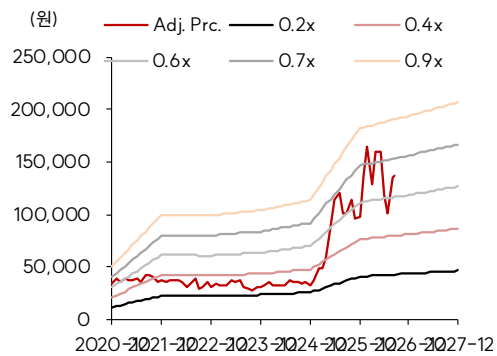
자료: SK 증권

한화건설과 이라크 국가투자위원회 의장 면담



자료: 언론보도(더구루 26.08.06)

한화 12MF PBR 밴드차트



자료: FnGuide, SK 증권

한화 12MF PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	83,305	105,999	114,200	122,443	128,990
현금및현금성자산	8,844	14,685	26,150	30,627	35,892
매출채권 및 기타채권	8,472	8,536	7,671	8,935	9,364
재고자산	13,464	16,070	14,162	16,495	17,288
비유동자산	168,927	183,330	187,563	184,982	182,400
장기금융자산	114,814	120,239	123,223	123,223	123,223
유형자산	31,821	37,085	38,743	36,656	34,569
무형자산	10,598	11,445	11,242	10,747	10,252
자산총계	252,232	289,329	301,763	307,425	311,390
유동부채	58,787	79,882	88,454	91,379	92,373
단기금융부채	27,251	38,784	51,129	51,129	51,129
매입채무 및 기타채무	8,019	10,350	17,752	20,676	21,671
단기충당부채	745	750	556	556	556
비유동부채	153,667	161,012	157,600	157,600	157,600
장기금융부채	23,449	28,636	31,666	31,666	31,666
장기매입채무 및 기타채무	1,066	1,775	1,793	1,793	1,793
장기충당부채	962	1,092	1,097	1,097	1,097
부채총계	212,455	240,894	246,054	248,979	249,973
지배주주지분	10,760	11,840	13,745	14,652	15,634
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,793	2,090	2,265	2,265	2,265
기타자본구성요소	-71	-68	44	44	44
자기주식	-133	-133	-27	-27	-27
이익잉여금	8,159	8,479	9,155	10,061	11,044
비지배주주지분	29,018	36,595	41,964	43,794	45,782
자본총계	39,778	48,435	55,709	58,446	61,416
부채와자본총계	252,232	289,329	301,763	307,425	311,390

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	6,881	8,320	4,027	4,730	5,415
당기순이익(손실)	1,690	1,992	3,403	2,817	3,058
비현금성항목등	1,122	3,838	4,333	4,041	4,161
유형자산감가상각비	1,369	1,784	2,066	2,087	2,087
무형자산상각비	233	574	523	495	495
기타	-480	1,481	1,744	1,460	1,580
운전자본감소(증가)	-420	-571	-3,864	-672	-229
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,277	-219	606	-1,264	-430
재고자산의감소(증가)	-1,725	-2,615	3,214	-2,333	-793
매입채무및기타채무의증가(감소)	-106	1,455	-6,047	2,925	994
기타	4,145	2,088	-1,772	-2,911	-3,151
법인세납부	-344	-974	-1,927	-1,456	-1,576
투자활동현금흐름	-14,049	-12,800	-11,257	-4	-4
금융자산의감소(증가)	-8,758	-6,845	-6,755	0	0
유형자산의감소(증가)	-5,282	-5,533	-1,838	0	0
무형자산의감소(증가)	-272	-389	-321	0	0
기타	263	-34	-2,343	-4	-4
재무활동현금흐름	7,179	10,330	10,161	-79	-88
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	7,269	7,272	10,861	0	0
자본의증가(감소)	423	297	174	0	0
배당금지급	-74	-72	-99	-79	-88
기타	-440	2,833	-775	0	0
현금의 증가(감소)	316	5,840	11,466	4,477	5,265
기초현금	8,529	8,844	14,685	26,150	30,627
기말현금	8,844	14,685	26,150	30,627	35,892
FCF	1,599	2,787	2,189	4,730	5,415

자료 : 한화, SK증권 추정

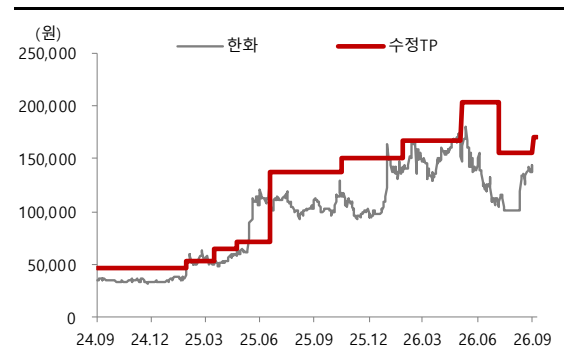
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	55,647	74,785	93,568	96,169	100,727
매출원가	48,724	64,747	81,387	84,015	87,996
매출총이익	6,923	10,038	12,181	12,154	12,731
매출총이익률(%)	12.4	13.4	13.0	12.6	12.6
판매비와 관리비	4,507	5,891	5,447	4,682	4,818
영업이익	2,416	4,147	6,734	7,472	7,913
영업이익률(%)	4.3	5.5	7.2	7.8	7.9
비영업손익	-348	-2,136	-1,126	-3,200	-3,280
순금융손익	-947	-1,204	0	0	0
외환관련손익	83	-149	0	0	0
관계기업등 투자손익	23	153	301	0	0
세전계속사업이익	2,068	2,011	5,607	4,272	4,633
세전계속사업이익률(%)	3.7	2.7	6.0	4.4	4.6
계속사업법인세	378	19	2,204	1,456	1,576
계속사업이익	1,690	1,992	3,403	2,817	3,058
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,690	1,992	3,403	2,817	3,058
순이익률(%)	3.0	2.7	3.6	2.9	3.0
지배주주	773	372	895	986	1,070
지배주주귀속 순이익률(%)	1.4	0.5	1.0	1.0	1.1
비지배주주	917	1,619	2,508	1,831	1,987
총포괄이익	249	3,070	5,912	2,817	3,058
지배주주	-161	864	1,798	967	1,050
비지배주주	410	2,206	4,114	1,849	2,008
EBITDA	4,018	6,505	9,323	10,054	10,495

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	4.7	34.4	25.1	2.8	4.7
영업이익	0.2	71.6	62.4	11.0	5.9
세전계속사업이익	-7.9	-2.8	178.9	-23.8	8.4
EBITDA	1.3	61.9	43.3	7.8	4.4
EPS	110.3	-51.8	234.1	10.1	8.6
수익성 (%)					
ROA	0.7	0.7	1.2	0.9	1.0
ROE	7.2	3.3	7.0	6.9	7.1
EBITDA마진	7.2	8.7	10.0	10.5	10.4
안정성 (%)					
유동비율	141.7	132.7	129.1	134.0	139.6
부채비율	534.1	497.4	441.7	426.0	407.0
순차입금/자기자본	8.8	5.8	-1.4	-9.0	-17.2
EBITDA/이자비용(배)	3.4	4.1	0.0	0.0	0.0
배당성향	9.3	26.5	8.9	8.9	8.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,174	3,939	13,160	14,490	15,729
BPS	115,196	126,620	202,422	215,745	230,188
CFPS	25,116	28,872	51,217	52,434	53,673
주당 현금배당금	800	1,100	1,200	1,300	1,400
Valuation지표 (배)					
PER	4.0	24.9	10.4	9.5	8.7
PBR	0.3	0.8	0.7	0.6	0.6
PCR	1.3	3.4	2.7	2.6	2.6
EV/EBITDA	8.7	7.1	5.3	4.6	4.1
배당수익률	2.5	1.1	0.9	0.9	1.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.09.16	매수	170,000원	6개월		
2026.07.21	매수	156,062원	6개월	-25.98%	-7.92%
2026.05.19	매수	204,081원	6개월	-33.23%	-11.24%
2026.02.11	매수	168,067원	6개월	-9.70%	3.71%
2025.10.31	매수	150,060원	6개월	-24.11%	9.20%
2025.07.03	매수	138,055원	6개월	-23.04%	-6.78%
2025.05.08	매수	70,828원	6개월	30.97%	84.41%
2025.04.01	매수	64,826원	6개월	-17.78%	-8.89%
2025.02.13	매수	52,821원	6개월	1.89%	18.86%
2024.11.06	매수	46,819원	6개월	-25.97%	-3.33%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 09 월 16 일 기준)

매수 96.32% 중립 3.68% 매도 0.00%