

한화 (000880)

기업가치 제고를 위한 승부수

할인을 축소를 위한 인적분할 결정

전일(1/14) 인프라 중심의 중장기 투자 사업과 민첩한 의사결정이 필요한 기술/서비스 사업을 분리하는 인적분할을 발표했다. 상이한 사업 특성을 지닌 다수의 산업군을 영위하며 발생했던 전략적 불일치와 자본 배분의 비효율성을 해소하고 시장 재평가를 유도할 목적이다. 분할 후 존속법인 한화는 장기 관점의 투자가 필요한 방산/우주항공, 조선해양, 에너지/케미칼, 금융 사업을 영위한다. 신설법인 한화머시너리앤서비스홀딩스(가칭)는 기술 중심 및 시장 민감도가 높은 테크 솔루션(한화비전, 한화모멘텀, 한화로보틱스 등), 라이프 솔루션(한화갤러리아, 한화호텔앤드리조트, 아워홈 등) 사업을 맡게 될 예정이다. 동시에 보유 중인 자사주 445만주(발행주식수의 5.9%)의 소각도 결정했다. 소각 후 분할 비율은 존속법인 75.6%, 신설법인 24.4%이다. 6/15 분할 승인을 위한 임시주총을 거쳐, 7/1 분할기일, 7/24 재상장 및 신규 상장될 예정이다.

인적분할과 함께 발표된 기업가치 제고 계획의 핵심은 다음과 같다. 1)30년까지 연결 매출액 CAGR 10% 성장, 2)점진적 개선을 통한 30년 ROE 12% 달성, 3)자사주 전량 즉시 소각, 4)26년부터 최소 DPS 1,000원(직전대비 25% 이상 상향) 등이다. 기업가치와 주주가치 제고를 동시에 고려한 결정으로 판단한다.

존속법인만 봐도 주가 상승 여력 충분

분할 후 존속법인의 적정기업가치는 11.2조원으로 추정한다. 현재 시가총액 9.6조원을 감안한다면 주가 상승 여력은 충분한 것으로 판단된다. 향후 추가적인 주가 상승은 분할 후 신설법인의 기업가치가 핵심이 될 전망이다. 동사는 신설 법인 계열사의 합산 매출액 성장 목표로 30년까지 CAGR +30% 성장을 제시했다. 기술 중심의 포트폴리오 고성장이 가시화될 경우 존속법인의 견고한 가치와 신설 법인의 성장성이 부각되며 합산 기업가치의 리레이팅이 가속화될 것으로 기대된다. 동사에 대해 투자 의견 BUY를 유지하고, 자회사 지분가치 상승을 반영하여 목표주가를 165,000원으로 상향한다.



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 165,000원 (U)

직전 목표주가 **122,000원**

현재주가 (1/14) **128,500원**

상승여력 **28%**

시가총액	96,322억원
총발행주식수	90,111,393주
60일 평균 거래대금	399억원
60일 평균 거래량	406,620주
52주 고/저	128,500원 / 28,200원
외인지분율	17.23%
배당수익률	2.97%
주요주주	한화에너지 외 7 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	51.5	61.2	355.7
상대	33.7	21.6	140.9
절대 (달러환산)	51.1	56.2	351.3

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	22,413	24.5	26.0	21,710	3.2
영업이익	1,231	9.3	-8.5	1,294	-4.9
세전계속사업이익	2,019	5.5	79.8	1,044	93.4
지배순이익	1,012	41.0	177.1	306	230.9
영업이익률 (%)	5.5	-0.8 %pt	-2.1 %pt	6.0	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	4.5	+0.5 %pt	+2.4 %pt	1.4	+3.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	53,135	55,647	76,085	80,573
영업이익	2,412	2,416	4,982	5,386
지배순이익	380	773	1,538	1,616
PER	5.6	2.8	4.0	5.8
PBR	0.2	0.2	0.6	0.8
EV/EBITDA	5.6	9.2	5.4	5.6
ROE	3.5	7.2	13.4	12.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

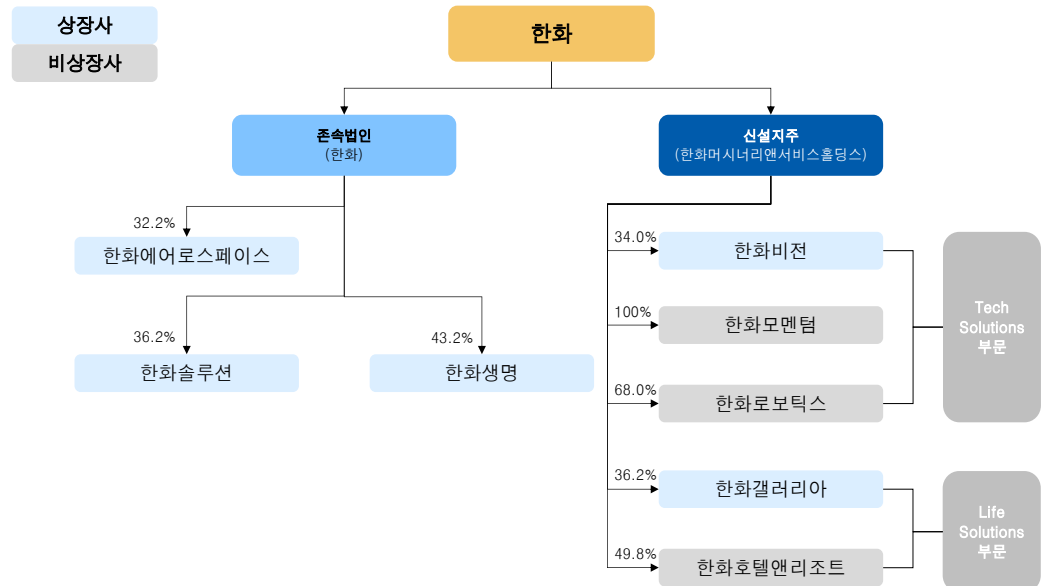
한화 목표주가 산정

(단위: 십억원)

	시가총액	지분율	적정 가치	비고
A. 사업 가치			2,237	
글로벌, 건설			2,237	26년 예상 영업이익에 5x 적용
B. 자회사 가치			15,302	B=a+b
a. 상장 자회사 가치			14,043	a=@*55.85%(일반주주 지분 44.15% 제외)
③ 상장 자회사 총 지분가치			25,144	전일(1/14) 종가 기준
한화생명	2,940	43.2%	1,271	
한화에어로스페이스	65,434	32.2%	21,057	
한화솔루션	4,976	36.3%	1,807	
한화갤러리아	314	36.3%	114	
한화비전	2,635	34.0%	895	
b. 비상장 자회사 가치			1,259	2Q25 장부가
C. 순차입금			5,219	3Q25말 별도 기준
D. 적정 기업가치			12,320	D=A+B-C
E. NAV			23,421	E=A+(@+b)-C
F. 발행주식수(백만주)			75.0	
G. 적정주가(원)			164,357	G=D/F
목표주가(원)			165,000	상승여력 +28.4%

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

한화 인적분할 후 지배구조



자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

한화 인적분할 일정

일정 내용	일시
분할 이사회 결의	26.01.14
주주확정기준일	26.04.23
분할 승인 임시 주주총회	26.06.15
분할 신주 배정 기준일	26.06.30
분할기일	26.07.01
한화 변경상장, 한화머시너리엔서비스홀딩스 신규상장	26.07.24

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터, 주) 잠정 기준

한화 인적분할 후 사업부문과 사업 계획

법인명	사업 부문	영위 사업	기업명	사업 계획	비고
한화 (존속 법인, 76.3%)	방산	한화에어로스페이스 한화시스템 세트렉아이		- '25E~'30E 매출액 CAGR +20%~25%('24년 11조원) - '26E 총 투자 3.9조원 집행 예정(+81.6% YoY) - '26E 지상방산과 항공우주 인프라 투자액은 각각 8,917억원(+3.8% YoY), 2,551억원(-17.8% YoY) 전망	- '25E~'30E 까지 존속 법인 합산 매출액 CAGR +10% 달성
	조선 · 해양	한화오션	- 26E 해외투자 금액 9,013억원(+636.4% YoY)		
	에너지	한화솔루션 한화임팩트 한화토탈에너지스	- '26E 해외투자 금액 9,013억원(+636.4% YoY) - '25E~'30E 매출액 CAGR +10%~15%('24년 12조원)		
	금융	한화생명 한화손해보험 한화자산운용 한화투자증권	- '25E~'30E 매출액 CAGR +5%('24년 22조원)	- '25E~'30E 까지 존속 법인 합산 매출액 CAGR +10% 달성	
한화머시너리엔 서비스홀딩스 (신설 법인, 23.7%)	테크	영상 보안	한화비전	- AI 및 클라우드 기반 비전 솔루션 기업으로 발전 - R&D 규모 확대: '30년까지 매출 대비 평균 13% 수준 R&D 집행	- '25E~'30E 신설 법인 합산 매출액 CAGR +30% 달성
		물류 자동화 장비	한화모멘텀	- 신규소재(건식 전극, 고체 전해질) 기반 공정에 맞춘 장비 개발 진행 - 자동차, 반도체, 바이오 등 공정 장비 전방시장 포트폴리오 확대	
		첨단 제조 장비	한화세미텍	- 하이브리드 본더 기술 강화를 통한 반도체 장비 고도화	
		로봇	한화로보틱스	- 지능형 로봇 플랫폼의 타 계열사 사업장 내 배치 확대	
	라이프	레저 · 외식	한화호텔앤드리조트	- 주방 자동화 솔루션, 조리 자동화 SW 원스탑 서비스화	
		백화점 · 식음	한화갤러리아	- 보유한 고급 브랜드 인지도 기반, 신규 사업 테스트베드 활용 예정	
		단체급식 · 식자재유통	아워홈	- F&B 전 Value Chain R&D 역량 개발	

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

한화 기업가치 제고 계획

기업명	한화
날짜	26.01.14
현황	① 방산/우주항공 및 조선/해양, 신재생에너지/케미칼 및 금융부문을 핵심사업으로 성장 ② 다만, 한화의 시장가치는 보유 상장사 지분가치의 1/3 미만 (25년 12월 기준, 총 보유 상장사 지분가치 19.4조원, 한화 시가총액은 6.1조원)
목표 설정	① 연간 연결 매출 성장 ② ROE 개선 ③ 배당 확대 및 자사주 소각(주주환원 및 정책 가시화)
계획 수립 및 이행	① 한화 연결 기준 '25E~'30E 매출액 CAGR +10% 달성 ② '30E 까지 ROE 12% 달성, 5년간 ROE 점진적 상승, 중장기적 COE 이상의 ROE 실현 ③-1) 자사주 전량 즉시 소각: 보통주(임직원 RSU 제외) 약 445만주(약 5.9%) 즉시 소각 ③-2) 최소 DPS 1,000원(직전 배당금 대비 25% 이상 상향, 보통주 기준), 최소 DPS 지속적 상향 검토 ③-3) 제1우선주 전량 매입 및 소각

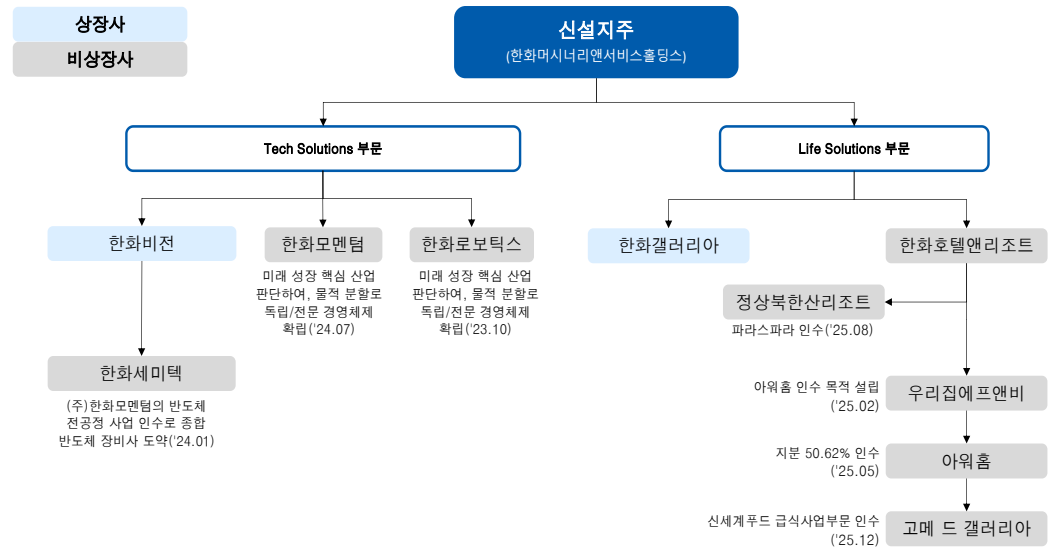
자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

한화 주주환원 정책

목표	① 보유 자사주 전량 소각 4,562억원	② 보통주 최소 DPS 1,000원	③ 제1우선주 전량 매입 및 소각
내용	임직원의 성과보상분 제외 보통주 즉시 소각 약 445만주 (약 5.9%)	- 과거 5개년 보통주 DPS 700원→ 750원→800원 - '26년부터 지급 기준 최소 DPS 를 1,000원으로 직전 배당 대비 25% 이상 상향	주주 권익 보호

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터, 주) 보유 자사주는 26.01.13 종가 기준

분할 후 신설법인 지배구조



자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

분할 후 신설법인과 존속법인 적정 기업가치

(단위: 십억원)

	존속법인	신설법인	비고
A. 사업 가치	2,237		26년 예상 영업이익에 5x 적용
B. 자회사 가치	14,147	1,155	B=a+b
a. 상장 자회사 가치	13,479	563	a=@*55.85%(일반주주 지분 44.15% 제외)
① 상장 자회사 총 지분가치	24,135	1,009	전일(1/14) 종가 기준
한화생명	1,271		
한화에어로스페이스	21,057		
한화솔루션	1,807		
한화갤러리아		114	
한화비전		895	
b. 비상장 자회사 가치	668	591	당사 추정
C. 순차입금	5,219		3Q25말 별도 기준
D. 적정 기업가치	11,165	1,155	D=A+B-C
E. NAV	21,821	1,600	E=A+(@+b)-C

자료: 유안타증권 리서치센터

한화 (000880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	53,135	55,647	76,085	80,573	86,661	
매출원가	46,735	48,724	66,984	70,785	76,102	
매출총이익	6,400	6,923	9,100	9,789	10,558	
판매비	3,988	4,507	4,118	4,403	3,496	
영업이익	2,412	2,416	4,982	5,386	7,063	
EBITDA	3,966	4,018	7,813	8,413	10,258	
영업외손익	-165	-348	-881	-1,076	-913	
외환관련손익	43	83	101	94	86	
이자손익	-897	-1,177	-1,379	-1,379	-1,379	
관계기업관련손익	49	23	23	23	23	
기타	639	723	374	186	357	
법인세비용차감전순손익	2,247	2,068	4,102	4,309	6,150	
법인세비용	611	378	1,025	1,077	1,537	
계속사업순손익	1,636	1,690	3,076	3,232	4,612	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,636	1,690	3,076	3,232	4,612	
지배자분순이익	380	773	1,538	1,616	2,306	
포괄순이익	1,282	278	3,076	3,232	4,612	
지배자분포괄이익	-45	-146	2,652	2,808	4,188	

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	3,793	6,881	9,208	9,201	10,426	
당기순이익	1,636	1,690	3,076	3,232	4,612	
감가상각비	1,319	1,369	2,594	2,788	2,954	
외환손익	-453	-2,079	-101	-94	-86	
중속, 관계기업관련손익	-49	-23	-23	-23	-23	
자산부채의 증감	-2,381	-420	1,165	798	465	
기타현금흐름	3,722	6,343	2,497	2,500	2,503	
투자활동 현금흐름	-6,668	-14,049	-7,333	-4,041	-4,255	
투자자산	-2,661	-9,591	-2,171	-477	-647	
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,280	-5,595	-5,390	-4,382	-4,289	
유형자산 감소	148	313	313	432	342	
기타현금흐름	125	824	-85	386	339	
재무활동 현금흐름	1,799	7,179	-8,767	-8,764	-8,838	
단기차입금	9,982	6,986	21	21	21	
사채 및 장기차입금	7,186	8,459	0	0	0	
자본	17	423	0	0	0	
현금배당	-74	-74	-72	-69	-143	
기타현금흐름	-15,312	-8,615	-8,716	-8,716	-8,717	
연결범위변동 등 기타	9	305	7,297	4,133	3,216	
현금의 증감	-1,067	316	405	529	548	
기초 현금	9,596	8,529	8,844	9,250	9,779	
기말 현금	8,529	8,844	9,250	9,779	10,327	
NOPLAT	2,412	2,416	4,982	5,386	7,063	
FCF	-487	1,286	3,818	4,819	6,137	

자료: 유안타증권

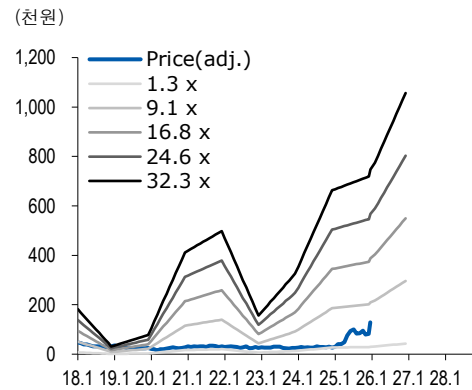
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	60,512	83,191	85,046	87,909	91,623
현금및현금성자산	8,529	8,844	9,250	9,779	10,327
매출채권 및 기타채권	7,836	10,722	11,043	11,695	12,578
재고자산	7,750	13,350	13,751	14,562	15,662
비유동자산	149,227	168,846	173,563	175,262	176,960
유형자산	22,994	31,755	34,238	35,400	36,393
관계기업등 지분관련자산	7,230	4,390	6,002	6,356	6,837
기타투자자산	107,049	114,794	115,353	115,475	115,642
자산총계	209,738	252,037	258,609	263,172	268,583
유동부채	40,441	58,787	59,194	59,853	61,058
매입채무 및 기타채무	10,269	13,508	13,724	14,533	15,631
단기차입금	13,703	20,125	20,125	20,125	20,125
유동성장기부채	4,122	5,023	5,023	5,023	5,023
비유동부채	136,099	153,688	156,849	157,590	157,328
장기차입금	5,985	9,982	9,982	9,982	9,982
사채	6,496	8,800	8,800	8,800	8,800
부채총계	176,539	212,475	216,043	217,443	218,386
지배지분	10,791	10,714	12,180	13,727	15,890
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	1,793	1,793	1,793
이익잉여금	7,599	8,131	9,597	11,144	13,307
비지배지분	22,408	28,848	30,386	32,002	34,308
자본총계	33,199	39,562	42,566	45,728	50,198
순차입금	-2,747	5,859	4,871	4,231	3,524
총차입금	37,250	52,581	52,602	52,624	52,645

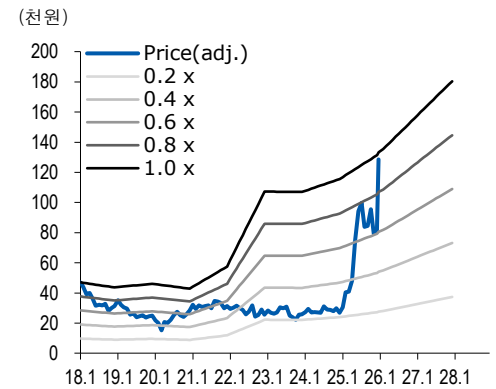
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	4,831	10,090	20,519	22,249	32,707
BPS	111,503	120,412	136,887	162,391	187,983
EBITDAPS	40,502	41,149	82,619	91,212	113,840
SPS	542,690	569,862	804,599	873,582	961,707
DPS	750	800	1,000	2,200	2,400
PER	5.6	2.8	4.0	5.8	3.9
PBR	0.2	0.2	0.6	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.6	9.2	5.4	5.6	4.7
PSR	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	4.4	4.7	36.7	5.9	7.6	
영업이익 증가율 (%)	1.8	0.2	106.2	8.1	31.1	
지배순이익 증가율 (%)	-67.6	103.2	99.0	5.1	42.7	
매출총이익률 (%)	12.0	12.4	12.0	12.1	12.2	
영업이익률 (%)	4.5	4.3	6.5	6.7	8.1	
지배순이익률 (%)	0.7	1.4	2.0	2.0	2.7	
EBITDA 마진 (%)	7.5	7.2	10.3	10.4	11.8	
ROIC	6.9	5.1	7.5	7.7	9.6	
ROA	0.2	0.3	0.6	0.6	0.9	
ROE	3.5	7.2	13.4	12.5	15.6	
부채비율 (%)	531.8	537.1	507.6	475.5	435.1	
순차입금/자기자본 (%)	-25.5	54.7	40.0	30.8	22.2	
영업이익/금융비용 (배)	2.7	2.0	3.6	3.9	5.1	

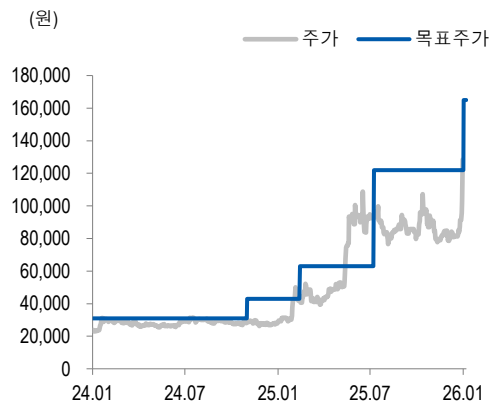
P/E band chart



P/B band chart



한화 (000880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-15	BUY	165,000	1년		
2025-07-23	BUY	122,000	1년	-28.63	5.33
2025-02-27	BUY	63,000	1년	1.43	72.70
2024-11-15	BUY	43,000	1년	-27.46	16.28
2023-11-27	BUY	31,000	1년	-10.71	1.45

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-01-15

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.