

한화 (000880)

양지환

jhwan.yang@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

60,000

상향

현재주가

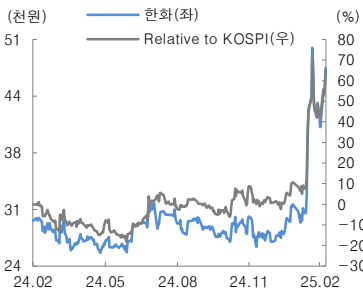
47,650

(25.03.07)

지주업종

KOSPI	2563.48
시가총액	3,958십억원
시가총액비중	0.18%
지분금(보통주)	375십억원
52주 최고/최저	50,000원 / 25,550원
120일 평균거래대금	148억원
외국인지분율	14.54%
주요주주	김승연 외 7 인 55.85% 국민연금공단 5.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	56.7	71.7	70.2	60.2
상대수익률	54.2	62.6	68.9	65.4



에어로 지분가치만 10조

- 자회사 주가 상승에 따른 NAV 증가 반영 목표주가 6만원으로 상향
- 한화에어로스페이스, 한화솔루션, 한화비전 25년 실적 개선 기대
- 상법 개정안 통과시 지배구조개편 빨라질 것이라는 기대감 확대 예상

투자의견 매수, 목표주가 60,000원으로 16% 상향

목표주가 상향은 한화에어로스페이스, 한화비전, 한화솔루션 등 자회사의 주가 상승에 따른 NAV 증가를 반영. 상장자회사의 지분가치 약 14.2조원. 한화에어로스페이스 지분 가치만 10조원을 상회하여, 전체 NAV의 약 78%를 차지. 한화에어로스페이스 주가변동에 따른 NAV 변화가 큰 점을 감안하여 NAV 대비 Target 할인을 70%로 적용하여 목표주가 산출

한화의 주가 수익률은 1개월 약 57%, 3개월 약 72%를 기록하고 있음. 주가 상승의 이유는 1)자회사 및 계열사들의 주가 상승에 따른 NAV 증가, 2)한화에너지의 동사에 대한 지분율 약 22%로 증가 및 추가 지분 확대 가능성, 3)상법 개정안 통과시 한화그룹의 지배 및 승계 구조 변화가 빨라질 수 있다는 기대감 때문인 것으로 추정. 단기간 급등에 따른 기간 및 가격 조정 가능성은 있으나, NAV가 뒷받침된다면 조정은 크지 않을 것으로 예상

한화 오너일가가 100% 보유한 한화에너지 한화 지분 22%까지 증가

한화에너지는 2024년 공개매수와 고려아연이 보유한 지분 인수를 통해 한화 지분을 22.2%까지 확대하였음. 한화에너지의 한화 지분 인수 목적은 대주주로서의 책임 경영 강화 및 주주가치 제고를 위한 것이지만, 김동관, 김동원, 김동선 3형제가 100% 지분을 보유하고 있어 한화와 합병을 통한 승계 및 지배구조 개편에 대한 기대감이 커지고 있음. 한화에 대한 3형제의 보유지분의 합이 약 9.2%에 불과하기 때문에 합병을 통한 승계 및 지배구조 개편을 기대하는 것으로 판단

또한 한화에너지(싱가포르 법인 포함)는 한화오션 지분매각을 통해 약 4,100억원의 현금 유동성을 확보하여 추가 지분 매입에 대한 시장의 기대를 높이고 있음

상법 개정안 통과시 지배구조 개편 빨라질까?

상법개정안이 통과될 경우 승계 및 지배구조 개편이 빨라질 수 있다는 시장의 기대감도 주가 상승의 이유로 작용하고 있음. 상법 개정안 통과시 이사의 총주주에 대한 충실 의무가 강화되는 점이 부각되고 있기 때문임. 상속 및 지배구조 개편을 위해 비상장회사를 활용할 것으로 예상되는 회사들이 후보로 거론 되고 있는데, 상법 개정안은 3월 13일 본회의의 재상정을 앞두고 있음. 국회 본회의에서 가결될 경우 대통령이 15일 이내에 공포해야 하며, 유예기간을 거쳐 시행일이 정해질 것으로 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	53,135	55,641	64,305	66,298	68,354
영업이익	2,412	2,419	4,593	4,735	4,882
세전순이익	2,247	2,558	4,740	4,880	5,023
총당기순이익	1,636	1,957	3,626	3,734	3,844
지배지분순이익	380	51	762	784	807
EPS	3,886	518	8,053	8,292	8,536
PER	6.6	51.9	5.5	5.4	5.2
BPS	110,214	111,189	123,377	132,275	141,528
PBR	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
ROE	3.5	0.5	6.8	6.5	6.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화, 대신증권 Research Center

표 1. 한화의 Valuation Table

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	Valuation 방식		2025F	Multiple, WACC, g(성장률)	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA	129	4.0	518	3.7
	로열티	DCF	180	WACC=7%, g=0%	2,571	18.5
	소계——(1)				3,089	22.2
지분가치	계열사명	지분율	시가총액		Value	Weight
	한화솔루션	36.7	3,541		1,299	9.3
	한화에어로스페이스	34.0	31,952		10,848	77.9
	한화비전	34.1	2,391		815	5.8
	한화생명	43.2	2,236		967	6.9
	한화갤러리아	36.7	760		279	2.0
	소계——(2)				14,208	102.0
	계열사명	지분율	장부가액		Value	Weight
	한화호텔앤드리조트	49.8	249		249	1.8
	한화아파트	40.0	0		0	0.0
	소계——(3)				249	1.8
지분가치 합계				14,457	103.8	
순차입금(별도)——(4)					3,616	-26.0
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					13,930	100.0
할인율——(6)					70%	
Target NPV——(7)=(5)*(1-(6))					4,179	
발행주식수——(8)					74,958,735	
자기주식——(9)					5,581,661	
유통주식수——(10)=(8)-(9)					69,377,074	
목표주가(11)=(7)/(9)					60,236	
현재가 (03/07)					47,650	
Upside Potential					26.4%	

자료: 대신증권 Research Center

표2. 한화의 분기 및 연간 연결 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q24F	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	12,435	12,993	12,218	17,995	14,971	15,367	14,432	19,535	53,225	55,641	64,305
Change(% yoy)	-13.4	4.3	2.3	24.3	20.4	18.3	18.1	8.6	-14.5	4.5	15.6
매출원가	11,116	11,385	10,647	15,355	12,785	12,994	12,173	16,516	47,674	48,502	54,469
% of 매출액	89.4	87.6	87.1	85.3	85.4	84.6	84.3	84.5	89.6	87.2	84.7
Change(% yoy)	-8.1	2.1	-2.6	13.8	15.0	14.1	14.3	7.6	-15.4	1.7	12.3
매출총이익	1,319	1,608	1,571	2,640	2,186	2,373	2,259	3,018	5,551	7,139	9,836
GPM	10.6	12.4	12.9	14.7	14.6	15.4	15.7	15.5	10.4	12.8	15.3
Change(% yoy)	-41.7	23.6	56.6	168.2	65.7	47.6	43.7	14.3	-6.7	28.6	37.8
판매비	1,084	1,079	1,046	1,512	1,213	1,260	1,169	1,602	3,317	4,721	5,244
% of 매출액	8.7	8.3	8.2	8.4	8.1	8.2	8.1	8.2	6.2	8.5	8.2
Change(% yoy)	17.1	6.0	68.5	100.8	11.9	16.8	11.7	6.0	-3.3	42.3	11.1
영업이익	236	529	525	1,129	974	1,113	1,090	1,416	2,234	2,418	4,593
OPM	1.9	4.1	4.3	6.3	6.5	7.2	7.6	7.3	4.2	4.3	7.1
Change(% yoy)	-82	87	37	387	313	111	108	25	-11	8	90

I. 한화 및 주요 계열사 매출액													
비 금 융	한화(별도)	글로벌	386	340	383	331	371	335	405	358	1,337	1,440	1,471
		모멘텀	120	202	0	0	0	0	0	0	717	322	0
		건설	958	968	809	1,010	839	886	850	1,147	4,930	3,745	3,625
		기타	188	47	65	72	198	49	67	74	202	372	382
		소계	1,652	1,557	1,257	1,413	1,408	1,271	1,323	1,579	7,186	5,878	5,580
	한화솔루션 (연결)	2,393	2,679	2,773	4,643	2,808	3,187	3,562	4,467	13,289	12,488	14,025	
	에어로스페이스 (연결)	1,848	2,786	2,631	4,831	4,031	4,714	4,683	5,950	9,366	12,097	19,378	
	비금융합계	5,894	7,022	6,661	10,466	8,248	9,172	9,568	11,995	29,841	30,043	38,983	
금 융	한화생명 (별도)	6,528	6,015	4,722	7,320	6,724	6,195	4,864	7,539	22,782	24,585	25,322	
	금융합계	6,543	6,033	4,767	7,529	6,724	6,195	4,864	7,539	22,487	24,873	25,322	
기타 및 연결조정			-1	-62	790	0	0	0	0	897	726	0	
총 연결 매출액			12,435	12,993	12,218	17,995	14,971	15,367	14,432	19,535	53,225	55,641	64,305

II. 한화 및 주요 계열사 영업이익													
비 금 융	한화(별도)	소계	184	-22	59	83	175	35	77	98	172	304	385
	한화솔루션	(연결)	-217	-108	-81	107	-51	57	207	335	605	-298	548
	에어로스페이스	(연결)	37	337	477	893	679	760	816	981	702	1,744	3,236
	비금융합계		4	208	455	1,083	803	852	1,101	1,413	1,478	1,750	4,169
금 융	금융합계		401	380	35	281	321	361	39	253	1,159	1,362	1,023
기타 및 연결조정			-255	-107	-46	-285	-200	-100	-50	-250	-403	-694	-600
총 연결 영업이익			150	480	444	1,079	924	1,113	1,090	1,416	2,234	2,418	4,593

자료: 대신증권 Research Center
주: 자회사 연결 매출액 및 영업이익은 당사 추정치 기준

기업개요

기업 및 경영진 현황

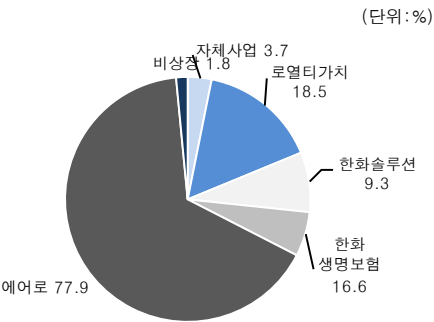
- 한화 그룹은 (주)한화, 한화솔루션주, 한화생명주, 한화에어로스페이스주 등을 포함하여 국내 74개 계열회사와 해외 324개 계열회사가 소속
- 현재 당사의 최대 주주인 김승연은 지분 22.65%, 한화에너지 14.90%, 김동관 4.91%, 국민연금은행은 지분 5.16%를 보유함

주가 변동요인

- 정부의 대기업그룹 정책 및 공정거래법, 상법 등 관련 규제와 법률
- 상장지회사의 실적 및 주가에 따른 NAV 변동요인
- 비상장 지회사의 IPO 등 NAV 변화 요인
- 배당정책을 포함한 주주 가치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

자료: 한화, 대신증권 Research Center

한화의 NAV 구성 요인



자료: 한화, 대신증권 Research Center

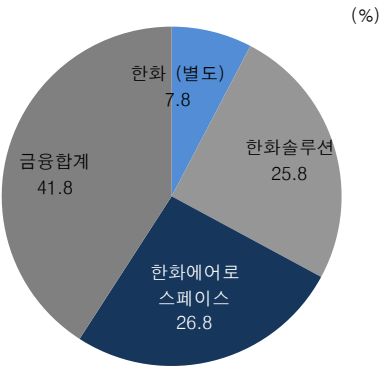
Earnings Driver

그림 1. 한화의 NAV 대비 시가총액 할인율 추이



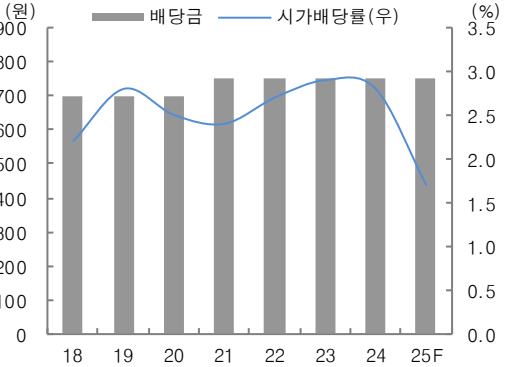
자료: 한화, 대신증권 Research Center

그림 2. 한화의 4Q24 연결기준 매출 비중



자료: 한화, 대신증권 Research Center

그림 3. 한화 보통주 기준 연간 배당 추이



자료: 한화, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	53,135	55,641	64,305	66,238	68,354
매출원가	46,735	48,502	54,469	56,157	57,898
매출총이익	6,400	7,139	9,836	10,141	10,456
판매비와관리비	3,988	4,721	5,244	5,406	5,574
영업이익	2,412	2,419	4,593	4,735	4,882
영업외수익	45	43	7.1	7.1	7.1
EBITDA	3,966	3,835	6,069	6,262	6,454
영업외손익	-165	139	147	145	142
관계기업손익	49	54	54	54	54
금융수익	239	250	263	275	289
외환평가이익	802	802	802	802	802
금융비용	-903	-575	-571	-578	-586
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	449	409	401	393	385
법인세비용차감전순이익	2,247	2,558	4,740	4,880	5,023
법인세비용	-611	-601	-1,113	-1,146	-1,180
계속사업순이익	1,636	1,957	3,626	3,734	3,844
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,636	1,957	3,626	3,734	3,844
당기순이익률	3.1	3.5	5.6	5.6	5.6
비재계분순이익	1,255	1,906	2,865	2,950	3,036
재계분순이익	380	51	762	784	807
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-35	0	0	0	0
포괄순이익	1,282	1,957	3,626	3,734	3,844
비재계분포괄이익	1,327	1,906	2,865	2,950	3,036
재계분포괄이익	-45	51	762	784	807

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,886	518	8,053	8,292	8,536
PER	66	51.9	5.5	5.4	5.2
BPS	110,214	111,189	123,377	132,275	141,528
PBR	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
EBITDAPS	40,502	39,276	64,176	66,225	68,249
EV/EBITDA	10.3	10.3	6.9	6.5	6.3
SPS	542,690	569,807	680,028	701,109	722,844
PSR	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
CFPS	25,027	43,113	68,187	70,286	72,361
DPS	750	750	750	750	750

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	4.4	4.7	15.6	3.1	3.1
영업이익 증/감	1.8	0.3	89.9	3.1	3.1
순이익 증/감	-18.6	19.7	85.3	3.0	2.9
수익성					
ROIC	7.1	7.0	12.8	12.7	13.0
ROA	1.2	1.2	2.2	2.2	2.2
ROE	3.5	0.5	6.8	6.5	6.2
안정성					
부채비율	531.8	527.1	496.0	467.7	440.5
순차입금비율	48.2	44.0	37.9	28.2	20.9
이자보상비율	2.7	4.2	8.0	8.2	8.3

자료: 한화 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	23,054	22,056	25,634	29,351	32,614
현금및현금성자산	4,909	4,259	5,322	8,327	10,876
매출채권 및 기타채권	5,438	5,696	6,515	6,730	6,952
재고자산	7,750	8,115	9,379	9,670	9,969
기타유동자산	4,957	3,986	4,418	4,625	4,817
비유동자산	36,591	37,394	38,334	39,243	40,143
유형자산	19,647	20,079	20,631	21,115	21,538
관계기업투자금	6,635	7,029	7,448	7,894	8,367
기타비유동자산	10,309	10,286	10,254	10,234	10,238
자산총계	209,738	209,468	213,911	218,462	222,550
유동부채	26,075	24,665	26,062	27,444	28,564
매입채무 및 기타채무	6,625	6,640	7,138	7,291	7,448
차입금	5,929	6,279	6,629	6,979	7,329
유동상채무	3,742	1,450	1,450	1,750	1,750
기타유동부채	9,778	10,296	10,844	11,423	12,036
비유동부채	16,727	16,993	16,877	16,782	17,059
차입금	9,816	9,766	9,316	8,866	8,766
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6,911	7,227	7,562	7,917	8,293
부채총계	176,539	176,065	178,018	179,980	181,377
자본부분	10,791	10,858	11,667	12,508	13,383
자본금	490	473	473	473	473
자본잉여금	1,355	1,355	1,355	1,355	1,355
이익잉여금	7,599	7,576	8,270	8,966	9,726
기타자본변동	1,348	1,454	1,569	1,694	1,830
비자본부분	22,408	22,546	24,226	25,973	27,790
자본총계	33,199	33,403	35,893	38,482	41,174
순차입금	16,016	14,714	13,595	10,841	8,601

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	3,793	1,566	2,309	3,536	3,681
당기순이익	0	1,957	3,626	3,734	3,844
비현금항목의 가감	815	2,253	2,821	2,912	2,999
감가상각비	1,554	1,417	1,476	1,527	1,572
외환손익	-453	-43	-43	-43	-43
자본평가손익	-49	-54	-54	-54	-54
기타	-236	934	1,443	1,483	1,525
자산부채의 증감	-2,381	-1,488	-2,474	-1,406	-1,416
기타현금흐름	5,359	-1,155	-1,664	-1,704	-1,746
투자활동 현금흐름	-6,668	-1,878	-2,104	-2,132	-2,160
투자자산	-2,661	-412	-438	-466	-494
유형자산	-4,132	-1,652	-1,852	-1,852	-1,852
기타	125	187	186	186	186
재무활동 현금흐름	1,799	-4,377	-2,462	-2,162	-2,112
단기차입금	0	350	350	350	350
사채	0	50	-50	-50	-50
장기차입금	4,166	-100	-400	-400	-50
유상증자	0	-17	0	0	0
현금배당	-74	-74	-68	-68	-68
기타	-2,294	-4,586	-2,294	-1,994	-2,294
현금의 증감	-1,067	-4,270	1,064	3,005	2,549
기초 현금	9,584	8,529	4,259	5,322	8,327
기말 현금	8,517	4,259	5,322	8,327	10,876
NOPLAT	1,756	1,851	3,514	3,623	3,735
FCF	-1,246	1,467	2,990	3,150	3,307

[Compliance Notice]

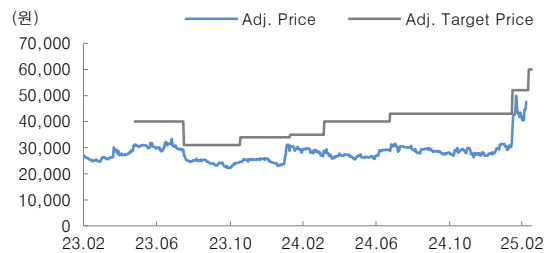
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화(000880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.11	25.02.12	25.01.23	24.11.05	24.09.25	24.07.23
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	60,000	52,000	43,000	43,000	43,000	43,000
과다율(평균%)		(15.13)	(27.35)	(33.06)	(32.26)	(30.95)
과다율(최대/최소%)		(3.85)	(12.33)	(26.86)	(26.86)	(26.86)
제시일자	24.05.02	24.04.04	24.03.03	24.02.07	23.11.16	23.08.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Marketperform
목표주가	40,000	40,000	35,000	35,000	34,000	31,000
과다율(평균%)	(32.14)	(32.33)	(17.48)	(15.82)	(25.59)	(21.83)
과다율(최대/최소%)	(26.38)	(26.38)	(12.71)	(12.71)	(8.53)	(15.32)
제시일자	23.05.24					
투자의견	Buy					
목표주가	40,000					
과다율(평균%)	(23.89)					
과다율(최대/최소%)	(16.50)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250307)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상