

한화 (000880)

양지환

jhwan.yang@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

64,000

상향

현재주가

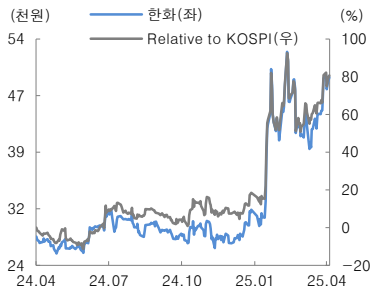
48,750

(25.05.07)

자주업종

KOSPI	2559.79
시가총액	4,094삼억원
시가총액비중	0.19%
지분금(보통주)	375삼억원
52주 최고/최저	52,300원 / 25,550원
120일 평균거래대금	244억원
외국인지분율	15.65%
주요주주	한화에너지 외 7 인 55.85% 국민연금공단 6.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.5	60.3	78.8	79.8
상대수익률	8.2	57.7	77.6	88.5



현주가 NAV 대비 할인율 80%

- 25년 1분기 별도 기준 영업이익 1,519억원으로 당사 추정을 하회
- 에어로스페이스와 솔루션 등 자회사 지분가치 증가 반영해 TP 6.7% 상향
- 자회사 지분가치 증가 대비 지주사 주가 상승률 저조해 절대적인 저평가

투자 의견 매수, 목표주가 64,000원으로 6.7% 상향

목표주가 상향은 한화에어로스페이스, 한화솔루션, 그리고 한화비전 등 자회사 주가 상승에 따른 지분가치 증가를 반영. 한화에어로스페이스의 지분가치가 동사의 NAV에서 차지하는 비중이 약 74%에 달해 에어로스페이스 주가 변동에 따른 NAV의 변동성이 커진 것을 반영해 Target 할인율을 기존 70%에서 74%로 상향

25년 1분기 한화의 별도 기준 실적은 당사의 추정을 하회. 건설부문이 예상보다 좋은 실적을 거두었지만, 기타부문의 영업이익이 예상을 하회하였기 때문

한화에어로스페이스의 주주배정 유상증자규모의 축소로 동사의 증자 참여 규모도 6,035억원으로 감소할 예정. 증자 대금은 은행권 차입을 통해 조달한 이후 2025~26년 이라크로부터 수령할 예정인 미수금 및 손실보상충당금 약 5.2억불로 충당할 전망. 증자 참여에 따른 2025년말 차입금 증가규모는 약 2~3천억원 수준으로 예상

한화에어로스페이스와 자회사들 주가 상승에 따른 지분 가치 증가에 비해 동사의 주가 상승은 저조한 상황으로 현 주가 수준은 NAV대비 80%에 거래되는 중

2025년 1분기 별도 실적 매출액 1조 6,524억원, 영업이익 1,518억원 시현

2025년 1분기 한화의 별도 영업이익은 1,518억원으로 당사의 추정 1,750억원을 하회. 주요 부문별 실적은 (증감은 yoy) [건설] 매출액 6,536억원(-31.8%), 영업이익 130억원(+38.3%), [글로벌] 매출액 3,059억원(-20.8%), 영업이익 107억원(-12.3%), [기타] 매출액 1,430억원(-23.9%), 영업이익 1,282억원(-24.7%)

건설부문은 대형프로젝트 준공 및 플랜트 사업부문 양도에 따라 외형이 감소했으나, 원가율 개선으로 영업이익은 증가. 1분기 수주금액은 147억원으로 미진한 상황이지만, 연간 목표 수주금액 4.1조원 달성에 큰 영향은 없을 전망

글로벌 부문은 석유화학 트레이딩 매출 감소 영향으로 매출 및 이익이 감소. 여수 질산공장 가동 시점은 3월말에서 6월말로 연기. 기타부문은 배당 감소로 예상보다 부진한데 한화생명이 배당을 실시하지 못하면서 배당금 564억원이 감소한 영향

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 삼억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	53,135	55,647	65,743	67,815	70,528
영업이익	2,412	2,416	4,564	5,283	4,757
세전순이익	2,247	2,068	4,070	4,787	4,274
총당기순이익	1,636	1,690	3,327	3,913	3,494
지배지분순이익	380	773	699	822	734
EPS	3,886	7,916	7,388	8,689	7,759
PER	6.6	3.4	6.6	5.6	6.3
BPS	110,214	109,720	117,087	124,146	130,830
PBR	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
ROE	3.5	7.2	6.4	7.2	6.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	64,305	68,131	65,743	67,815	2.2	-0.5
판매비와 관리비	5,244	5,556	5,360	5,530	2.2	-0.5
영업이익	4,593	5,331	4,564	5,283	-0.6	-0.9
영업이익률	7.1	7.8	6.9	7.8	-0.2	0.0
영업외손익	-494	-496	-494	-496	적자유지	적자유지
세전순이익	4,099	4,834	4,070	4,787	-0.7	-1.0
자비자분순이익	704	830	699	822	-0.7	-1.0
순이익률	5.2	5.8	5.1	5.8	-0.1	0.0
EPS(자비자분순이익)	7,440	8,775	7,388	8,689	-0.7	-1.0

자료: 한화, 대신증권 Research Center

표 1. 한화 SOTP Valuation Table (단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	Valuation 방식	2025F	Multiple, WACC, g(성장률)	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	186	4.0	743	4.3
	로열티	180	WACC=7%, g=0%	2,571	15.0
	소계——(1)			3,314	19.4
지분가치	계열사명	지분율	시가총액	Value	Weight
	한화솔루션	36.7	5,208	1,911	11.2
	한화에어로스페이스	34.0	37,285	12,659	74.0
	한화비전	34.1	3,024	1,031	6.0
	한화생명	43.2	2,306	997	5.8
	한화갤러리아	36.7	782	287	1.7
	소계——(2)			16,884	98.7
	계열사명	지분율	장부가액	Value	Weight
	한화호텔앤드리조트	49.8	249	249	1.5
	한화로보틱스	68.0	42	42	0.2
비상장자회사	한화모멘텀	100.0	238	238	1.4
	소계——(3)			530	3.1
지분가치 합계				14,363	103.8
순차입금(별도)——(4)				3,616	-21.1
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)				17,112	100.0
할인율——(6)				74%	
Target NPV——(7)=(5)*(1-(6))				4,449	
발행주식수——(8)				74,958,735	
자기주식——(9)				5,583,356	
유통주식수——(10)=(8)-(9)				69,375,379	
목표주가(11)=(7)/(9)				64,132	
현재가(05/07)				48,750	
Upside Potential				31.6%	

자료: 대신증권 Research Center

표 3. 한화의 분기 및 연간 연결 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	12,435	12,993	12,218	17,995	16,405	15,367	14,432	19,539	55,641	65,743	67,815
Change(% yoy)	-13.4	4.3	2.3	24.3	31.9	18.3	18.1	8.6	4.5	18.2	3.2
매출원가	11,116	11,385	10,647	15,564	14,162	12,966	12,173	16,517	48,712	55,819	57,002
% of 매출액	89.4	87.6	87.1	86.5	86.3	84.4	84.3	84.5	87.5	84.9	84.1
Change(% yoy)	-8.1	2.1	0.0	18.7	27.4	13.9	14.3	6.1	3.6	14.6	2.1
매출총이익	1,319	1,608	1,571	2,431	2,243	2,401	2,259	3,022	6,930	9,924	10,813
GPM	10.6	12.4	12.9	13.5	13.7	15.6	15.7	15.5	12.5	15.1	15.9
Change(% yoy)	-41.7	23.6	21.8	77.7	70.0	49.3	43.7	24.3	11.4	43.2	9.0
판매비	1,084	1,079	1,046	1,298	1,329	1,260	1,169	1,602	4,507	5,360	5,530
% of 매출액	8.7	8.3	8.6	7.2	8.1	8.2	8.1	8.2	8.1	8.2	8.2
Change(% yoy)	17.1	6.0	15.2	14.2	22.6	16.8	11.7	23.5	13.0	18.9	3.2
영업이익	236	529	525	1,133	914	1,141	1,090	1,419	2,423	4,564	5,283
OPM	1.9	4.1	4.3	6.3	5.6	7.4	7.6	7.3	4.4	6.9	7.8
Change(% yoy)	-82	87	37	389	288	116	108	25	8	88	16

I. 한화 및 주요 계열사 매출액													
비 금 융	한화(별도)	글로벌	386	340	383	331	306	335	405	358	1,440	1,405	1,451
		모멘텀	120	202	0	0	0	0	0	0	322	0	0
		건설	958	968	809	1,010	654	886	850	1,147	3,745	3,537	3,723
		기타	188	47	65	72	143	49	67	78	376	337	351
		소계	1,652	1,557	1,257	1,413	1,103	1,271	1,323	1,583	5,878	5,279	5,525
	한화솔루션 (연결)	2,393	2,679	2,773	4,643	3,094	3,187	3,562	4,467	12,488	14,311	15,034	
	에어로스페이스 (연결)	1,848	2,786	2,631	4,831	5,484	4,714	4,683	5,950	12,097	20,831	21,175	
	비금융합계	5,894	7,022	6,661	10,466	9,681	9,172	9,568	11,999	30,043	40,421	41,734	
금 융	한화생명 (별도)	6,528	6,015	4,722	7,320	6,724	6,195	4,864	7,539	24,585	25,322	26,082	
	금융합계	6,543	6,033	4,767	7,529	6,724	6,195	4,864	7,539	24,873	25,322	26,082	
기타 및 연결조정			-1	-62	790	0	0	0	0	726	0	0	
총 연결 매출액			12,435	12,993	12,218	17,995	16,405	15,367	14,432	19,539	55,641	65,743	67,815

II. 한화 및 주요 계열사 영업이익													
비 금 융	한화(별도)	소계	184	-22	59	87	152	63	77	101	308	393	356
	한화솔루션	(연결)	-217	-108	-81	107	30	57	207	335	-298	629	969
	에어로스페이스	(연결)	37	337	477	893	561	760	816	981	1,744	3,118	3,638
	비금융합계		4	208	455	1,087	743	880	1,101	1,416	1,754	4,141	4,963
금융	금융합계		401	380	35	281	321	361	39	253	1,362	1,023	920
기타 및 연결조정			-255	-107	-46	-285	-200	-100	-50	-250	-694	-600	-600
총 연결 영업이익			150	480	444	1,083	864	1,141	1,090	1,419	2,423	4,564	5,283

자료: 대신증권 Research Center
주: 금융부문 실적은 발표 이전으로 확정치가 아닌 당사 추정치로

기업개요

기업 및 경영진 현황

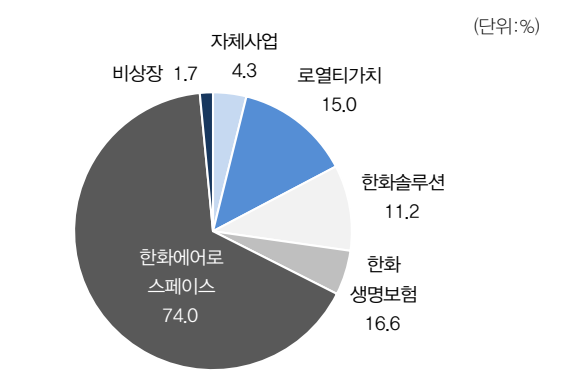
- 한화 그룹은 (주)한화, 한화솔루션(주), 한화생명(주), 한화에어로스페이스(주) 등을 포함하는 그룹사로 연결대상 종속회사는 상장사 11개, 비상장사 830개
- 화학제조업 부문에서는 산업용 화학, 방산, 항공엔진, 산업용 기계, 에너지 장비 사업을 영위
- 도소매업 부문에는 무역, 백화점 및 도소매 사업 등을 영위
- 건설업 부문에는 종합건설과 부동산 개발 및 분양 사업 등을 영위
- 금융업 부문에는 생명보험, 손해보험, 금융투자, 저축은행, 자산운용 등

주가 변동요인

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

자료: 한화, 대신증권 Research Center

한화 NAV 구성 요인



자료: 한화, 대신증권 Research Center

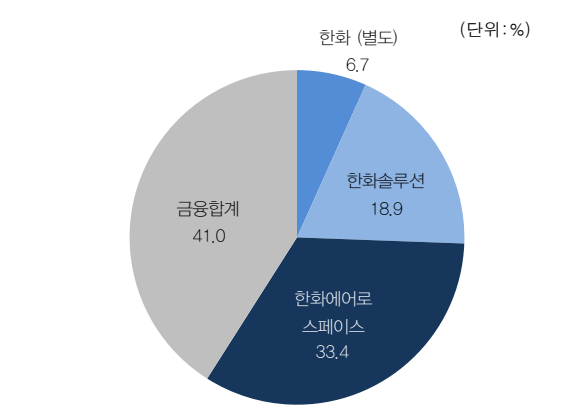
Earnings Driver

그림 1. 한화 NAV 대비 시가총액 할인을 추이



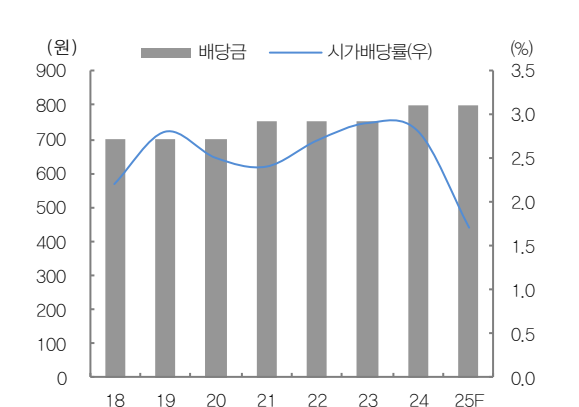
자료: 한화, 대신증권 Research Center

그림 2. 한화 1Q25 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	55,647	65,743	67,815	70,528
매출원가	46,735	48,724	55,819	57,002	60,019
매출총이익	6,400	6,923	9,924	10,813	10,509
판매비와관리비	3,988	4,507	5,360	5,530	5,751
영업이익	2,412	2,416	4,564	5,283	4,757
영업외수익	45	43	69	78	67
EBITDA	3,966	4,018	6,242	7,062	6,628
영업외손익	-165	-348	-494	-496	-483
관계기업손익	49	23	23	23	23
금융수익	239	235	241	248	256
외환평가이익	802	1,081	1,081	1,081	1,081
금융비용	-903	-1,193	-1,322	-1,301	-1,263
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	449	587	564	533	501
법인세비용차감전순이익	2,247	2,068	4,070	4,787	4,274
법인세비용	-611	-378	-743	-874	-780
계속사업순이익	1,636	1,690	3,327	3,913	3,494
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,636	1,690	3,327	3,913	3,494
당기순이익	3.1	3.0	5.1	5.8	5.0
비자비자분순이익	1,255	917	2,628	3,091	2,760
자비자분순이익	380	773	699	822	734
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-35	-141	-71	-73	-75
포괄순이익	1,282	278	2,621	3,185	2,745
비자비자분포괄이익	1,327	424	2,070	2,516	2,168
자비자분포괄이익	-45	-146	550	669	576

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,886	7,916	7,388	8,689	7,759
PER	66	34	66	56	63
BPS	110,214	109,720	117,087	124,146	130,830
PBR	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	40,502	41,149	66,007	74,680	70,089
EV/EBITDA	33.7	39.5	25.5	22.7	24.4
SPS	542,690	569,862	695,231	717,151	745,837
PSR	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
CFPS	31,268	28,802	86,624	95,047	90,192
DPS	750	800	800	850	900

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	4.4	4.7	18.1	3.2	4.0
영업이익 증/감	1.8	0.2	88.9	15.8	-9.9
순이익 증/감	-18.6	3.4	96.8	17.6	-10.7
수익성					
ROIC	6.5	5.1	7.7	8.4	7.3
ROA	1.2	1.0	1.8	2.1	1.9
ROE	3.5	7.2	6.4	7.2	6.1
안정성					
부채비율	531.8	537.1	514.2	487.5	465.2
순차입금비율	327.8	322.3	306.0	287.4	272.7
이자보상비율	2.7	2.0	3.5	4.1	3.8

자료: 한화 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	60,512	83,191	80,286	82,294	83,999
현금및현금성자산	8,529	8,844	8,125	8,955	9,326
매출채권 및 기타채권	7,836	10,722	12,121	12,463	12,891
재고자산	7,750	13,350	15,772	16,270	16,921
기타유동자산	36,397	50,275	44,268	44,606	44,861
비유동자산	149,227	168,846	170,813	172,392	174,180
유형자산	22,994	31,755	33,479	34,592	35,603
관계기업투자지급	7,230	4,390	4,003	3,626	3,260
기타비유동자산	119,002	132,700	133,330	134,174	135,318
자산총계	209,738	252,037	251,098	254,686	258,179
유동부채	40,441	58,787	55,862	56,449	56,406
매입채무 및 기타채무	10,269	13,508	13,927	14,129	14,394
차입금	13,703	20,125	19,975	19,525	19,075
유동상채무	4,122	5,023	1,500	2,000	1,800
기타유동부채	12,347	20,131	20,460	20,796	21,137
비유동부채	136,099	153,688	154,354	154,889	156,091
차입금	12,482	18,781	18,131	17,431	16,931
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	123,617	134,907	136,223	137,458	139,160
부채총계	176,539	212,475	210,215	211,338	212,497
자비자분	10,791	10,714	11,072	11,740	12,372
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	1,793	1,793	1,793
이익잉여금	7,599	8,131	8,758	9,507	10,164
기타자비자분	1,348	316	47	-35	-60
비자비자분	22,408	28,848	29,811	31,608	33,310
자본총계	33,199	39,562	40,883	43,348	45,682
순차입금	108,826	127,503	125,091	124,601	124,568

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	3,793	6,881	6,078	8,964	8,461
당기순이익	1,636	1,690	3,327	3,913	3,494
비현금항목의가감	1,426	1,122	4,865	5,075	5,035
감가상각비	1,554	1,602	1,678	1,779	1,870
외환손익	-453	-2,079	-83	-83	-83
자본평가손익	-49	-23	-23	-23	-23
기타	375	1,621	3,293	3,402	3,271
자산부채의증감	-2,381	-420	-79	2,120	1,944
기타현금흐름	3,112	4,489	-2,034	-2,143	-2,012
투자활동 현금흐름	-6,668	-14,049	-2,462	-2,188	-2,482
투자자산	-2,661	-9,591	-297	-519	-808
유형자산	-4,132	-5,282	-3,187	-2,687	-2,687
기타	125	824	1,022	1,018	1,014
재무활동 현금흐름	1,799	7,179	-4,510	-836	-1,341
단기차입금	0	0	-150	-450	-450
사채	0	0	-250	-500	-200
장기차입금	4,166	7,566	-400	-200	-300
유상증자	0	-15	0	0	0
현금배당	-74	-74	-72	-72	-77
기타	-2,294	-298	-3,638	386	-314
현금의증감	-1,067	316	-719	830	371
기초 현금	9,596	8,529	8,844	8,125	8,955
기말 현금	8,529	8,844	8,125	8,955	9,326
NOPLAT	1,756	1,975	3,731	4,318	3,889
FCF	-1,246	-2,289	1,908	3,097	2,759

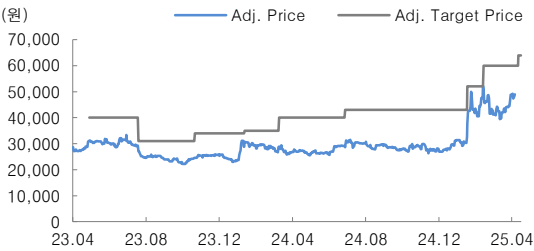
[Compliance Notice]

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	25.05.08	25.04.01	25.03.11	25.02.12	25.01.23	24.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	64,000	60,000	60,000	52,000	43,000	43,000
과리율(평균%)		(26.21)	(26.04)	(13.52)	(27.35)	(33.06)
과리율(최대/최소%)		(18.00)	(18.92)	0.58	(12.33)	(26.86)
제시일자	24.09.25	24.07.23	24.05.02	24.04.04	24.03.03	24.02.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	43,000	43,000	40,000	40,000	35,000	35,000
과리율(평균%)	(32.26)	(30.95)	(32.14)	(32.33)	(17.48)	(15.82)
과리율(최대/최소%)	(26.86)	(26.86)	(26.38)	(26.38)	(12.71)	(12.71)
제시일자	23.11.16	23.08.14	23.05.24			
투자의견	Buy	Marketperform	Buy			
목표주가	34,000	31,000	40,000			
과리율(평균%)	(25.59)	(21.83)	(23.89)			
과리율(최대/최소%)	(8.53)	(15.32)	(16.50)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250505)

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