2026.01.26

한화 (000880)

인적분할 효과 단기적 But 개정상법 수혜

그동안 동사는 물적분할 등을 통하여 자회사 등을 증가시켜 왔으며, 이를 통하여 이번 인적분할이 이루어짐⇒준비된 인적분할 효과 단기적

지난 14일 동사는 이사회 결의를 통해 한화비전, 한화갤러리아 등 일부자회사 관리 및 신규투자를 목적으로 하는 사업부문을 인적분할하기로 결정하였으며, 분할 비율의 경우 존속법인 76.3%, 신설법인 23.7% 등이다. 즉, 김승연 한화그룹 회장의 장남 김동관 한화그룹 부회장과 차남 김동원 한화생명 사장이 맡고 있는 주력 사업 부문은 존속법인인 동사에 남고, 삼남 김동선 한화갤러리아 부사장이 이끄는 사업 부문은 신설법인으로 분리되었다.

이러한 인적분할을 하기 위하여 동사는 그동안 자회사 등을 증가시켜 왔다. 즉, 동사 사업부문을 물적분할하여 한화모멘텀과 한화로보틱스 등을 자회사로 편입시켰으며, 한화에어로스페이스 인적분할 등을 통하여 한화비전 등을 자회사로 편입시켰다.

한편, 주주환원 측면에서 2024년 한화모멘텀 물적분할 과정에서 반대주주의 매도청구권 행사로 취득한 보통주 4,450,816주(5.9%)를 소각하고 동사의 최소 주당 배당금을 1,000원(보통주 기준)으로 상향하는 목표를 설정하였다.

인적분할 이후 이러한 주주환원 정책 기대감 및 자회사 가치 부각 가능성 등으로 동사 주가는 단기적으로 상승하였다. 그러나 실질적으로 인적분할 이후 중복상장이 해소되지 않은 상태에서 단지 인적분할 되었다는 이유만으로 중장기적으로 주가 상승을 이끌기에는 한계가 존재한다고 판단된다.

이사의 주주 충실의무 도입⇒할인율 축소로 인한 밸류에이션 리레이팅으로 동사와 같은 지주회사 가장 큰 수혜

개정상법으로 이사의 주주 충실의무 도입은 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미하는 것이다. 무엇보다 중요한 점은 이사의 주주 충실의무는 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황을 전제로 하고 있다.

지주회사의 경우 자회사 중복상장 환경하에서 소유구조 개편 등이 자주 발생하거나 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 할인율이 심화되고 있다. 이에 따라 이사의 주주 충실의무 상법 개정으로 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 해소되면서 구조적으로 할인율 축소로 이어짐에 따라 밸류에이션이 리레이팅 되면서 동사와 같은 지주회사 가장 큰 수혜가 예상된다.

감사위원회위원 선임·해임시 3%룰 강화 및 감사위원 분리선출 확대 ⇒ 보다 더 독립적인 감사기구 역할로 동사 지배구조 개선효과 클 듯

개정상법에서는 사외이사가 아닌 감사위원회위원의 선임·해임뿐만 아니라, 사외이사인 감사위원회위원의 선임·해임의 경우에도 최대주주 및 특수관계인의 의결권을 3%로 제한한다. 또한 대규모 상장회사의 감사위원 분리선출을 기존 1명에서 2명 이상으로 확대하였다. 무엇보다 동사의 경우 한화에너지 외 특수관계인 지분율이 55.9%에 이르고 있다. 이에 따라 소액주주, 해외 기관투자자, 행동주의 펀드 등이 감사위원회위원의 선임·해임을 필두로 경영에 개입할 가능성 등이 높아지면서 보다 더 독립적인 감사기구로서의 역할 수행으로 동사 지배구조 개선효과가 클 것이다.

목표주가 138,000원으로 상향

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 138,000원으로 상향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였으며, 영업가치 중 자체사업의 경우 2026년 예상 EBITDA에 Target EV/EBITDA 4.0배를 적용하여 산출하였다.

iM증권

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	138,000원(상향)
종가(2026.01.23)	119,200원
상승여력	15.8 %

Stock Indicator	
자본금	474십억원
발행주식수	7,496만주
시가총액	8,935십억원
외국인지분율	17.2%
52주 주가	29,200~136,500원
60일평균거래량	492,392주
60일평균거래대금	52.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	41.4	25.6	29.0	284.5
상대수익률	20.2	-4.2	-27.7	186.1

Price Trend

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	55,647	74,307	81,460	85,623
영업이익(십억원)	2,416	4,562	6,623	7,737
순이익(십억원)	773	654	1,018	1,295
EPS(원)	7,916	6,919	10,764	13,690
BPS(원)	113,303	119,815	133,679	147,129
PER(배)	3.4	11.8	11.1	8.7
PBR(배)	0.2	0.7	0.9	0.8
ROE(%)	7.2	6.4	11.0	14.9
배당수익률(%)	3.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	9.0	8.5	7.8	7.5

주:K-IFRS 연결 요약재무제표

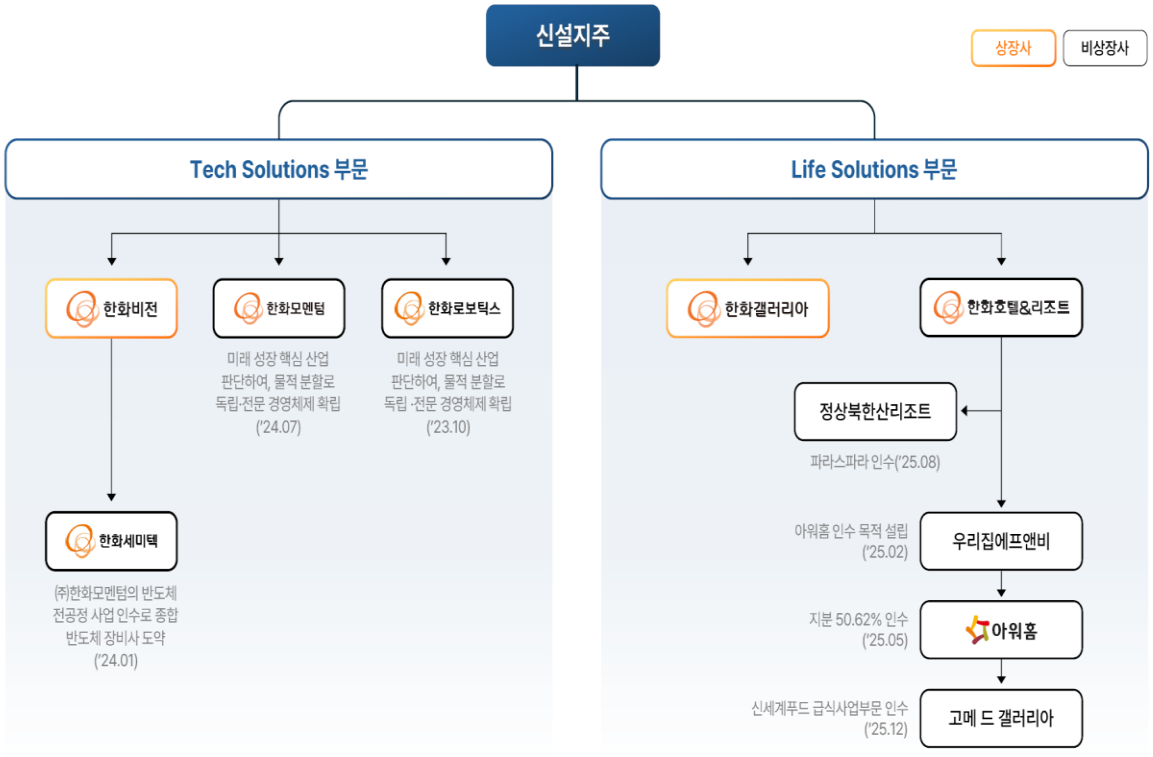
[지주/Mid-Small Cap]
이상헌 2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA]
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

그림1. 한화 인적분할 구도

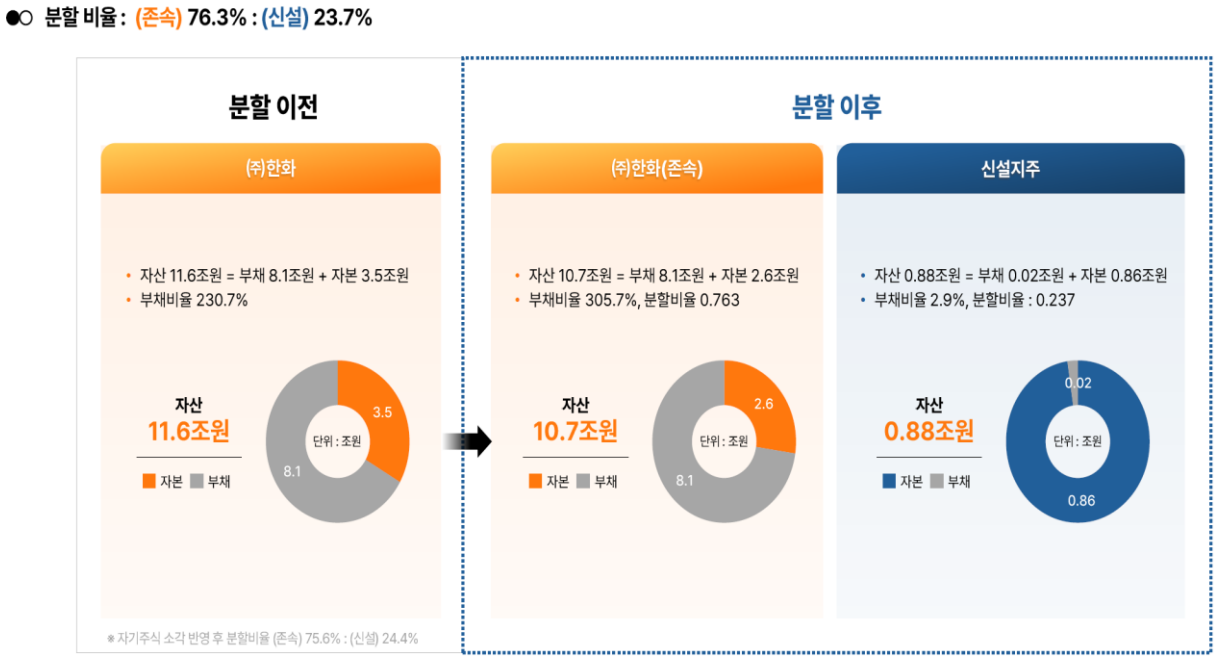
자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림2. 신설 지주회사 현황



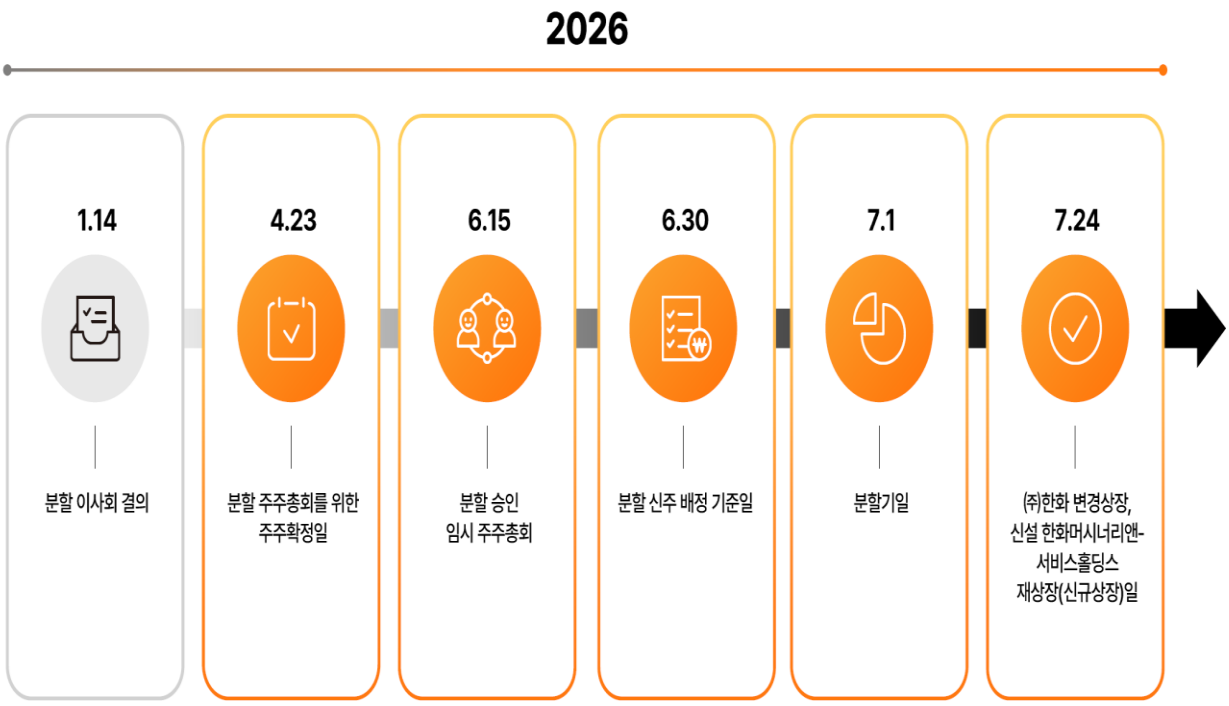
자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림3. 인적분할 전/후 재무상태표(2025년 9월 30일 기준)



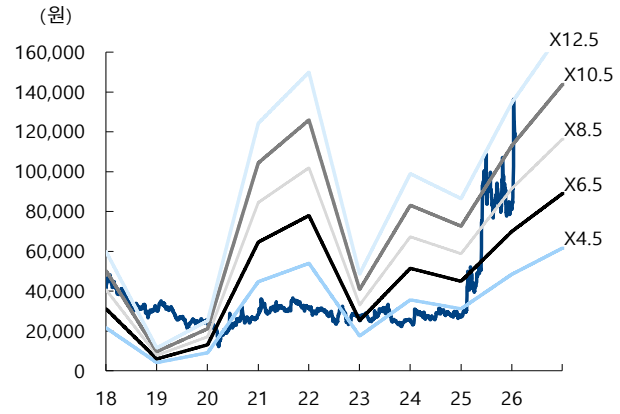
자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림4. 인적분할 일정



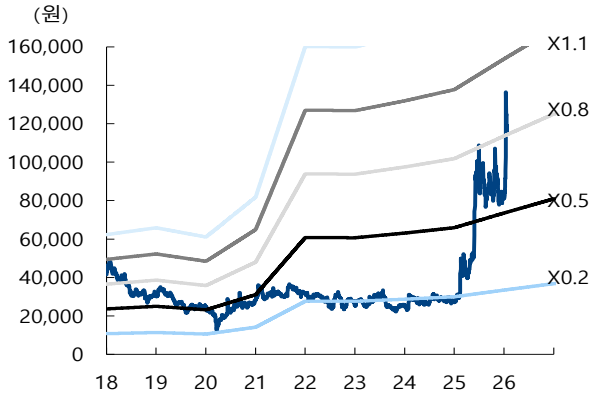
자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림5. 한화 PER 밴드



자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림6. 한화 PBR 밴드



자료: 한화, iM증권 리서치본부

표1. 한화 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

자회사 가치	146,873
영업가치	11,185
순차입금	52,591
우선주	9,693
NAV	95,774
발행주식수(자사주 제외)	69,375,482
주당 NAV(원)	138,052

자회사	지분율	자회사 가치
한화솔루션	36.2%	15,988
한화생명보험	43.2%	11,266
한화호텔앤드리조트	49.8%	2,491
한화에어로스페이스	32.2%	98,670
한화비전	34.0%	6,718
한화갤러리아	36.2%	992
기타		10,745

자료: 한화, iM증권 리서치본부

표2. 이재명 정부에서 추진하는 상법 개정 주요 내용

항목	기존	개정	시행시기
이사의 충실의무 대상	회사	회사 및 주주	25.7.22 시행
이사의 이익보호 의무	-	총주주의 이익 보호, 전체 주주 이익 공평 대우	25.7.22 시행
독립이사제 도입	사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 않는 이사	사외이사로서 독립이사는 사내이사, 집행임원 및 업무집행지자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사	26.7.23 시행
독립이사 확대	이사 총수의 4분의 1 이상	이사 총수의 3분의 1 이상(자산 2조 미만 상장회사)	26.7.23 시행 이후 1년 이내 요건을 갖춰야 함
전자주주총회	기업자율	대규모 상장사 의무화	27.1.1 시행
사외이사인 감사위원 선임·해임시 '3%룰' 강화	개별 3%	최대주주와 특수관계인의 의결권 등 합산 3%	26.7.23 시행
대규모 상장사의 집중투표제	정관으로 배제 가능	정관으로 배제 불가(자산 2조 이상 상장회사)	26.9.10 시행
감사위원 분리선출	1명 이상	2명 이상	26.9.10 시행
자사주 소각 의무화		신규 및 보유 자사주 소각 의무	미정

자료: 국회, 더불어민주당, iM증권 리서치본부

표3. 이사의 충실의무 상법개정

구분	현행	개정
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

표4. 감사위원회위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한

구분	현행	개정
제542조의12 (감사위원회의 구성 등)	④ 제1항에 따른 감사위원회위원을 선임 또는 해임할때에는 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3(정관에서 더 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있으며, 정관에서 더 낮은 주식보유비율을 정한 경우에는 그 비율로 한다)을 초과하는 수의 주식을 가진 주주(최대주주인 경우에는 사외이사가 아닌 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에 그의 특수관계인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자가 소유하는 주식을 합산한다)는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. (중략) ③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다.	④ ----------(최대주주인 경우에는 그의 특수관계인, ----------. ⑦ ----------. (후단 삭제)

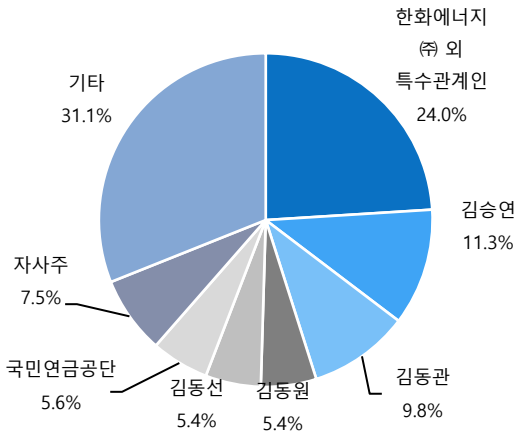
자료: 국회, iM증권 리서치본부

표5. 감사위원 분리선출 확대

구분	현행	개정
제542조의12 (감사위원회의 구성 등)	② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회위원을 선임하여야 한다. 다만, 감사위원회위원 중 1명(정관에서 2명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회 결의로 다른 이사들과 분리하여 감사위원회위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.	② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회위원을 선임하여야 한다. 다만, 감사위원회위원 중 2명(정관에서 3명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회 결의로 다른 이사들과 분리하여 감사위원회 위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

그림7. 한화 주주 분포(2025년 9월 30일 기준)



자료: 한화, iM증권 리서치본부

표6. 한화 감사위원회위원 선출기준 및 충족여부

선출기준의 주요내용	선출기준의 충족여부	관련 법령 등
3명 이상의 이사로 구성	충족(3명)	상법 제415조의2 제2항
사외이사가 위원의 3분의 2 이상 충족	충족(전원 사외이사)	
위원 중 1명 이상은 회계 또는 재무전문가	충족(이용규 사외이사 1명)	상법 제542조의11 제2항
감사위원회의 대표는 사외이사	충족 (이용규 감사위원장)	
그 밖의 결격요건(최대주주의 특수관계자 등)	충족(결격요건 해당사항 없음)	상법 제542조의11 제3항

자료: 한화, iM증권 리서치본부

표7. 한화 감사위원회위원 임기 및 선임배경

직명	성명	감사위원 임기	감사위원 연임여부 및 연임횟수	선임배경	추천인	회사와의 관계
사외이사	이용규	2025.03.26~2027.03.26 (2년)	연임/ 1회	재무분야 전무가	사외이사후보 추천위원회	등기임원
사외이사	권익환	2024.03.28~2026.03.28 (2년)	연임/1회	법무분야 전문가	사외이사후보 추천위원회	등기임원
사외이사	이석재	2024.03.28~2026.03.28 (2년)	해당없음	인문학분야 전문가	사외이사후보 추천위원회	등기임원

자료: 한화, iM증권 리서치본부

표8. 한화 감사위원회 위원 현황

성명	사외이사 여부	경력	회계·재무전문가 관련		
			해당 여부	전문가 유형	관련 경력
이용규	예	서울대 경제학 학사 서울대 경영학 석사 美 일리노이대 회계학 석사 美 컬럼비아대 경영학(회계) 박사 前 삼정회계법인 공인회계사 前 美 바룩칼리지 회계학 조교수 前 성균관대학교 경영대학 부교수 現 ㈜플레이디 사외이사(감사) 現 서울대학교 경영대학 부교수	예	상법 시행령 제37조 제2항 제2호 관련 회계 또는 재무 분야에서 석사학위 이상의 학위를 취득한 사람으로서 연구기관 또는 대학에서회계 또는 재무 관련 분야의 연구원이나 조교수 이상으로 근무한 경력이 합산하여 5년 이상인 사람	-삼정회계법인 근무 (2000~2003.05) -美일리노이대학교 회계학 석사(2004) -美컬럼비아대학교 경영학(회계학)박사(2008.10) -美바룩칼리지 회계학 조교수(2013.09~2018.08) -성균관대학교 회계학조/부교수(2013.09~2018.08) -서울대학교 경영대학 회계학 부교수(2018.09~)
권익환	예	서울대 사법학 前 서울남부지방검찰청 검사장 前 변호사 권익환 법률사무소 대표변호사 現 SK바이오사이언스㈜ 사외이사(감사) 現 김&장 법률사무소 변호사			
이석재	예	서울대 철학과 Yale University 철학과 박사 前 Ohio State University 교수 前 서울대학교 이사 및 인문대학 학장 現 재단법인 최종현학술원 이사 現 ㈜신세계아이앤씨 사외이사(감사) 現 서울대학교 철학과 교수			

자료: 한화, iM증권 리서치본부

표9. 집중투표제 상법개정

구분	현행	개정
제542조의7 (집중투표에 관한 특례)	③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만, 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다.	③ -------- 상장회사는 제382조의2제1항에도 불구하고------- 배제할 수 없다. 〈단서 삭제〉
	④ 제2항의 상장회사가 주주총회의 목적사항으로 제3항에 따른 집중투표 배제에 관한 정관 변경에 관한 의안을 상정하려는 경우에는 그 밖의 사항의 정관 변경에 관한 의안과 별도로 상정하여 의결하여야 한다.	〈삭제〉

자료: 국회, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	83,191	90,670	120,096	133,372
현금 및 현금성자산	8,844	722	18,018	18,647
단기금융자산	37,325	44,825	53,832	64,649
매출채권	11,021	14,617	15,995	16,797
재고자산	13,350	17,827	19,543	20,542
비유동자산	168,846	167,773	166,766	166,261
유형자산	31,755	31,526	31,318	31,572
무형자산	10,586	10,138	9,735	9,372
자산총계	252,037	258,443	286,862	299,663
유동부채	58,787	63,040	88,352	92,870
매입채무	5,439	7,263	7,962	8,369
단기차입금	20,125	20,125	20,125	20,125
유동성장기부채	5,023	5,023	5,023	5,023
비유동부채	153,688	153,688	153,688	153,688
사채	8,800	8,800	8,800	8,800
장기차입금	9,982	9,982	9,982	9,982
부채총계	212,475	216,728	242,040	250,558
지배주주지분	10,714	11,330	12,046	13,258
자본금	474	474	474	474
자본잉여금	1,793	1,793	1,793	1,793
이익잉여금	8,131	8,713	9,659	10,881
기타자본항목	316	350	120	110
비지배주주지분	28,848	30,385	32,776	35,817
자본총계	39,562	41,715	44,822	49,075

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	55,647	74,307	81,460	85,623
증가율(%)	4.7	33.5	9.6	5.1
매출원가	48,724	63,656	68,286	71,085
매출총이익	6,923	10,651	13,174	14,538
판매비와관리비	4,507	6,089	6,551	6,800
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,416	4,562	6,623	7,737
증가율(%)	0.2	88.8	45.2	16.8
영업이익률(%)	4.3	6.1	8.1	9.0
이자수익	9	9	15	17
이자비용	1,186	1,186	1,186	1,186
지분법이익(손실)	23	23	23	23
기타영업외손익	587	-962	-959	-788
세전계속사업이익	2,068	2,665	4,734	6,022
법인세비용	378	474	1,325	1,686
세전계속이익률(%)	3.7	3.6	5.8	7.0
당기순이익	1,690	2,191	3,409	4,336
순이익률(%)	3.0	2.9	4.2	5.1
지배주주귀속 순이익	773	654	1,018	1,295
기타포괄이익	-1,412	-1,668	-1,668	-1,668
총포괄이익	278	523	1,741	2,668
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	6,881	1,942	28,868	10,011
당기순이익	1,690	2,191	3,409	4,336
유형자산감가상각비	1,369	1,931	1,646	1,403
무형자산상각비	233	448	403	363
지분법관련손실(이익)	23	23	23	23
투자활동 현금흐름	-14,049	-4,670	-6,177	-7,987
유형자산의 처분(취득)	-5,282	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-272	-	-	-
금융상품의 증감	-4,662	419	419	419
재무활동 현금흐름	7,179	-202	-202	-202
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	7,566	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-74	-90	-86	-86
현금및현금성자산의증감	316	-8,123	17,296	629
기초현금및현금성자산	8,529	8,844	722	18,018
기말현금및현금성자산	8,844	722	18,018	18,647

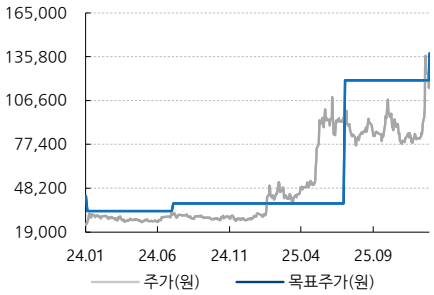
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	7,916	6,919	10,764	13,690
BPS	113,303	119,815	133,679	147,129
CFPS	24,322	32,074	32,434	32,367
DPS	800	1,000	1,000	1,000
Valuation(배)				
PER	3.4	11.8	11.1	8.7
PBR	0.2	0.7	0.9	0.8
PCR	1.1	3.7	3.7	3.7
EV/EBITDA	9.0	8.5	7.8	7.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	7.2	6.4	11.0	14.9
EBITDA이익률	7.2	9.3	10.6	11.1
부채비율	537.1	541.6	580.7	565.9
순부채비율	-5.7	-4.0	-67.0	-88.9
매출채권회전율(x)	5.6	5.8	5.3	5.2
재고자산회전율(x)	5.3	4.8	4.4	4.3

자료 : 한화, iM증권 리서치본부

한화 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-01-29	Buy	33,000	-15.4%	-5.2%
2024-07-29	Buy	38,000	17.4%	186.3%
2025-07-28	Buy	120,000	-25.8%	13.8%
2026-01-26	Buy	138,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-%