

한화 (000880)

인적분할 불확실성 해소 및 개정상법 수혜

인적분할 등으로 인한 불확실성 요인들 최근 주가 하락으로 선반영됨

지난 15일 임시 주주총회에서 분할계획서 승인의 건 등이 원안대로 통과되었다. 분할 비율은 존속법인 0.7563533, 신설법인 0.2436467로 순자산 장부가액 기준 약 76대 24다. 기존 주주는 해당 비율에 따라 존속법인과 신설법인 주식을 각각 배정받게 된다. 분할 기일이 오는 8월 1일 이므로 동사 주식은 7월 30일부터 8월 24일까지 거래가 정지되며, 8월 25일 동사(존속법인)는 변경상장, 신설법인은 재상장된다.

동사(존속법인)의 경우 한화에어로스페이스, 한화오션, 한화솔루션, 한화생명 등 그룹 핵심 계열사가 그대로 남게 됨에 따라 방산·조선·해양·에너지와 금융을 중심으로 유지한다. 또한 한화머시너리앤서비스홀딩스(신설법인)의 경우 한화비전, 한화세미텍, 한화모멘텀, 한화로보틱스 등 기계·반도체장비·로봇 계열사와 한화갤러리아, 한화호텔앤드리조트, 아워홈 등 유통·서비스 계열사가 편입된다.

그런데 인적분할의 경우 거래정지 직전의 시가총액을 분할비율에 따라 존속법인과 신설법인으로 나누어 배분하게 된다. 이러한 분할비율은 밸류에이션이 적절하게 적용되지 않는 단순 순자산 장부가액 기준이기 때문에 거래정지 직전 시가총액이 높아 질수록 상대적으로 한화머시너리앤서비스홀딩스(신설법인)는 고평가 될 가능성이 높다. 물론 거래정지 이후 동사(존속법인) 주가의 상승폭이 커지는 동시에 한화머시너리앤서비스홀딩스(신설법인) 주가의 하락폭이 적절하게 유지된다면 기존 동사 주주에게 유리한 측면이 있지만 이러한 가정에는 여러가지 불확실성 요인이 존재한다. 무엇보다 동사의 주가는 주력 자회사인 한화에어로스페이스 주가와 상관관계가 매우 높을 뿐만 아니라 다년간의 시계열로 인하여 통계에 대한 신뢰성 등도 높다.

반면에 순수지주회사인 한화머시너리앤서비스홀딩스의 경우 주가상승으로 작용할 수 있는 자회사 가치 상승, 신규사업 성장성, 배당확대 등에 대하여 설립초기에는 검증하는데 상당한 시간이 소요되기 때문에 불확실성이 확대될 수 있다.

단순 비교하기에는 한계가 존재하지만 비슷한 사례로서 인적분할로 설립된 LX홀딩스, HS효성 등도 이러한 불확실성 요인들이 설립초기부터 상당 기간 주가에 반영되었다.

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

사외이사가 아닌 감사위원회위원의 선임·해임뿐만 아니라, 사외이사인 감사위원회위원의 선임·해임의 경우에도 최대주주 및 특수관계인의 의결권을 3%로 제한하는 개정상법이 7월 23일부터 시행하였다. 또한 대규모 상장회사의 감사위원 분리선출을 기존 1명에서 2명 이상으로 확대하는 내용을 담고 있는 2차 상법개정안이 오는 9월 10일부터 시행될 예정이다. 무엇보다 동사의 경우 한화에너지 외 특수관계인 지분율이 55.8%에 이르고 있다. 이에 따라 소액주주, 해외 기관투자자, 행동주의 펀드 등이 감사위원회위원의 선임·해임을 필드로 경영에 개입할 가능성 등이 높아지면서 보다 더 독립적인 감사기구로서의 역할 수행으로 동사 지배구조 개선효과가 클 것이다.

대기업 집중투표제 활성화 ⇒ 지배주주와 소액주주간 이해상충 상황이 발생할 가능성 높은 동사와 같은 지주회사 지배구조 개선효과 클 듯

오는 9월 10일부터 시행될 집중투표제의 경우 이사의 다양성을 확보할 수 있을 뿐만 아니라 이사회 내 견제와 균형을 강화하는 의미를 가진다. 특히 지배주주의 영향력이 가장 큰 동사와 같은 지주회사의 경우 지배주주와 소액주주간 이해상충 상황이 발생할 가능성이 높기 때문에 집중투표제 도입으로 인한 지배구조 개선효과가 클 것으로 예상된다.

Company Brief

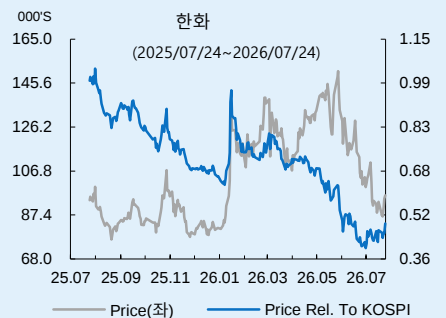
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	138,000원(유지)
증가(2026.07.24)	96,000원
상승여력	43.8 %

Stock Indicator	
자본금	474십억원
발행주식수	7,051만주
시가총액	6,769십억원
외국인지분율	21.4%
52주 주가	76,600~150,900원
60일평균거래량	245,608주
60일평균거래대금	30.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.5	-26.8	-19.5	2.1
상대수익률	13.5	-30.1	-53.5	-107.6

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	74,785	88,662	92,031	94,821
영업이익(십억원)	4,147	5,974	7,469	7,994
순이익(십억원)	372	1,241	1,727	1,920
EPS(원)	3,939	13,118	18,261	20,305
BPS(원)	125,211	139,993	159,918	181,887
PER(배)	20.7	7.3	5.3	4.7
PBR(배)	0.7	0.7	0.6	0.5
ROE(%)	3.3	9.9	12.2	11.9
배당수익률(%)	1.3	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	7.1	20.1	17.3	16.1

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

이상현 2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

그림1. 한화그룹 지분 소유구조

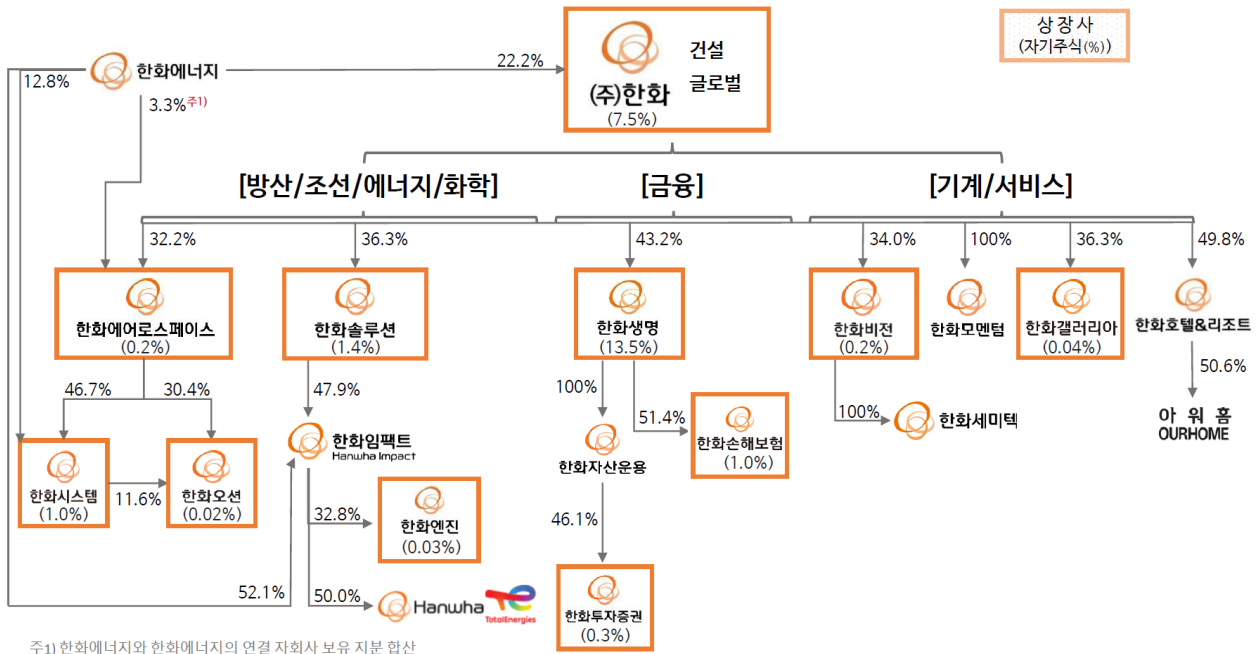
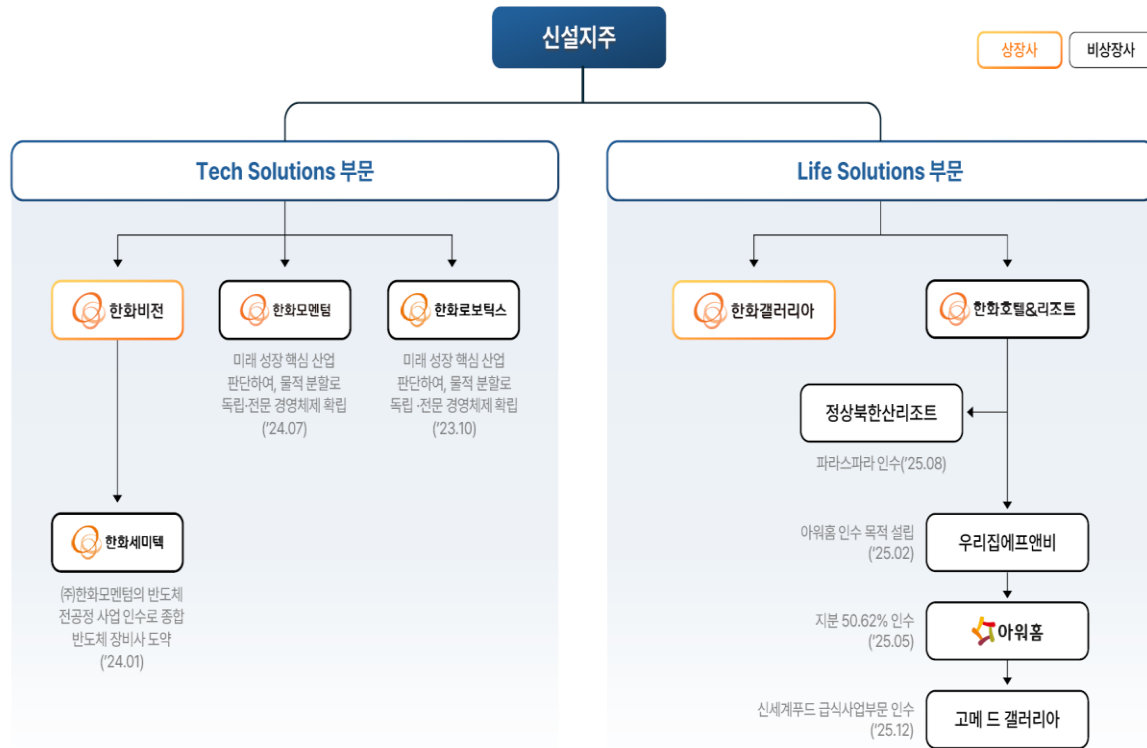


그림2. 한화 인적분할 구도

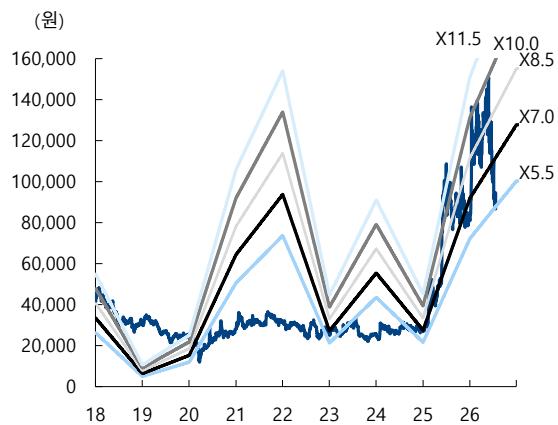


그림3. 신설 지주회사 현황



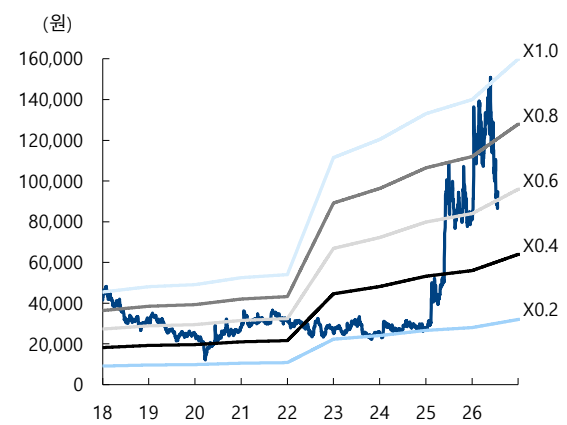
자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림4. 한화 PER 밴드



자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림5. 한화 PBR 밴드



자료: 한화, iM증권 리서치본부

표1. 이재명 정부에서 추진한 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%를 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	26.3.6 시행

자료: 국회, iM증권 리서치본부

표2. 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

표3. 감사위원회위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한

구분	현행	개정
제542조의12 (감사위원회 구성 등)	④ 제1항에 따른 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에는 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 합산 한다)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>

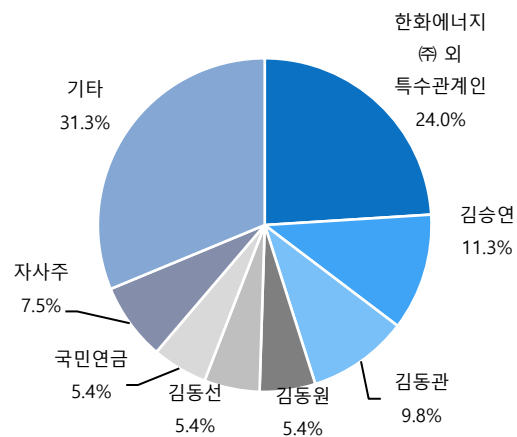
자료: 국회, iM증권 리서치본부

표4. 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 이사와 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 이사와 분리하여 감사위원회 위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

그림6. 한화 주주 분포(2026년 3월 31일 기준)



자료: 한화, iM증권 리서치본부

표5. 한화 감사위원회위원 선출기준 및 충족여부

선출기준의 주요내용	선출기준의 충족여부	관련 법령 등
3명 이상의 이사로 구성	충족(3명)	상법 제415조의2 제2항
사외이사가위원의 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

표6. 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 전문가	사외이사후보 추천위원회	등기임원
사외이사	권익환	2026.03.26~2028.03.26 (2년)	연임/2회	법무분야 전문가	사외이사후보 추천위원회	등기임원
사외이사	조훈희	2026.03.26~2029.03.26 (3년)	해당없음	건설분야 전문가	사외이사후보 추천위원회	등기임원

자료: 한화, iM증권 리서치본부

표7. 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 삼성회계법인 공인회계사 前 美 바루칼리지 회계학 조교수 前 성균관대학교 경영대학 부교수 現 (주)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 대학에서 회계 또는 재무 관련 분야의 연구원이나 조교수 이상으로 근무한 경력이 합산하여 5년 이상인 사람	-삼성회계법인 근무 (2000~2003.05) -美일리노이대학교 회계학 석사(2004) -美컬럼비아대학교 경영학(회계학)박사(2008.10) -美바루칼리지 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(주) 사외이사(감사) 現 김&장 법률사무소 변호사			
조훈희	예	고려대 건축공학 고려대 건축공학 박사 前 LH공사 경영투자심사위원회 위원 前 대한건축학회 부설 건축연구소장 現 한국건설관리학회 회장 現 고려대 건축사회환경공학부 교수 기술경영전문대학원장(겸)			

자료: 한화, iM증권 리서치본부

표8. 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

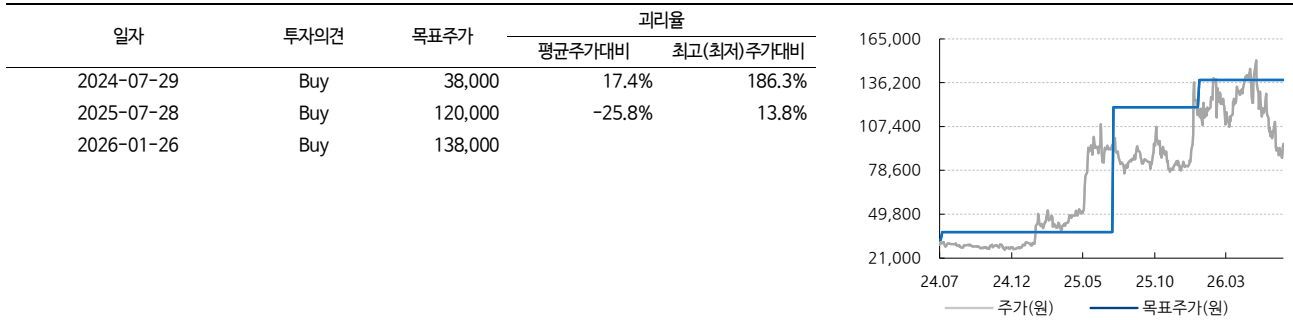
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	105,999	144,934	178,316	230,096	매출액	74,785	88,662	92,031	94,821
현금 및 현금성자산	14,685	30,780	39,467	59,830	증가율(%)	34.4	18.6	3.8	3.0
단기금융자산	51,855	67,946	89,030	116,657	매출원가	64,747	75,740	77,475	79,631
매출채권	9,240	10,823	11,208	11,526	매출총이익	10,038	12,922	14,555	15,190
재고자산	16,070	19,052	19,776	20,376	판매비와관리비	5,891	6,948	7,086	7,196
비유동자산	183,330	180,728	178,508	176,618	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	37,085	34,789	32,804	31,088	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11,445	10,864	10,353	9,904	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	289,329	325,662	356,824	406,714	영업이익	4,147	5,974	7,469	7,994
유동부채	79,882	112,793	135,253	175,933	증가율(%)	71.6	44.1	25.0	7.0
매입채무	5,953	7,057	7,325	7,548	영업이익률(%)	5.5	6.7	8.1	8.4
단기차입금	29,679	29,679	29,679	29,679	이자수익	365	542	705	968
유동성장기부채	4,424	4,424	4,424	4,424	이자비용	1,569	1,569	1,569	1,569
비유동부채	161,012	161,012	161,012	161,012	지분법이익(손실)	153	153	153	153
사채	10,308	10,308	10,308	10,308	기타영업외손익	-1,095	-673	-594	-691
장기차입금	13,115	13,115	13,115	13,115	세전계속사업이익	2,011	4,436	6,174	6,865
부채총계	240,894	273,805	300,265	344,944	법인세비용	19	1,171	1,630	1,812
자배주주지분	11,840	13,238	15,122	17,200	세전계속이익률(%)	2.7	5.0	6.7	7.2
자본금	474	474	474	474	당기순이익	1,992	3,265	4,544	5,053
자본잉여금	2,090	2,090	2,090	2,090	순이익률(%)	2.7	3.7	4.9	5.3
이익잉여금	8,479	9,621	11,249	13,070	자배주주귀속 순이익	372	1,241	1,727	1,920
기타자본항목	797	1,053	1,309	1,565	기타포괄이익	1,079	256	256	256
비자배주주지분	36,595	38,619	41,437	44,569	총포괄이익	3,070	3,521	4,800	5,309
자본총계	48,435	51,857	56,559	61,769	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	8,320	33,987	27,572	45,791	주당지표(원)				
당기순이익	1,992	3,265	4,544	5,053	EPS	3,939	13,118	18,261	20,305
유형자산감가상각비	1,784	2,296	1,985	1,716	BPS	125,211	139,993	159,918	181,887
무형자산감각비	574	581	511	449	CFPS	28,872	43,547	44,652	43,195
지분법관련손실(이익)	153	153	153	153	DPS	1,100	1,100	1,100	1,100
투자활동 현금흐름	-12,800	-4,594	-9,587	-16,130	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-5,533	-	-	-	PER	20.7	7.3	5.3	4.7
무형자산의 처분(취득)	-389	-	-	-	PBR	0.7	0.7	0.6	0.5
금융상품의 증감	-6,217	-122	-122	-122	PCR	2.8	2.2	2.1	2.2
재무활동 현금흐름	10,330	2,641	2,641	2,641	EV/EBITDA	7.1	20.1	17.3	16.1
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	7,662	-	-	-	ROE	3.3	9.9	12.2	11.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	8.7	10.0	10.8	10.7
배당금지급	-72	-99	-99	-99	부채비율	497.4	528.0	530.9	558.4
현금및현금성자산의증감	5,840	16,096	8,687	20,364	순부채비율	-18.6	-79.4	-125.5	-192.6
기초현금및현금성자산	8,844	14,685	30,780	39,467	매출채권회전율(x)	8.3	8.8	8.4	8.3
기말현금및현금성자산	14,685	30,780	39,467	59,830	재고자산회전율(x)	5.1	5.0	4.7	4.7

자료 : 한화, iM증권 리서치본부

한화 투자의견 및 목표주가 변동추이



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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-%