

한화(000880 / KS)

인적분할 코멘트

지주회사/통신서비스/ESG. 최관순 / ks1.choi@sk.com / 3773-8812

Signal: 인적분할 및 기업가치제고계획 발표

Key: NAV 대비 할인율 축소 기대

Step: 합산 시가총액 증가 및 존속법인 밸류에이션 메리트

인적분할 결정

한화는 전일 사업군별 전략 최적화를 통한 시장 재평가를 유도하기 위해 인적분할을 결정하였다. 분할존속법인(한화)은 방산, 조선, 해양, 에너지, 금융과 자체사업인 건설과 글로벌부문 등으로 구성되는데 주요 자회사로는 한화에어로스페이스, 한화솔루션, 한화생명 등이 있다. 분할신설법인(가칭: 한화머시너리앤서비스홀딩스)은 시큐리티 장비, 반도체 장비 등의 Tech Solutions 와 F&B, 유통 등의 Life Solutions 로 구성되는데 주요 자회사로는 한화비전, 한화갤러리아 등이 있다. 존속법인과 신설법인의 분할비율은 0.7634722 대 0.2345278 로 결정되었으며, 6 월 15 일 주주총회를 통해 7 월 1 일 분할 예정이며, 한화 변경 상장 및 신설법인 신규 상장은 7 월 24 일 예정이다. 존속법인의 방산/우주항공, 조선/해양부문은 30년 매출 70조원, 영업이익 10조원을 목표로 설정(25년 매출 30조원, 영업이익 3조원) 하였으며, 신재생에너지/케미칼부문과 금융부문의 25년부터 30년까지 연평균 매출성장률은 각각 10~15%, 5%를 제시하였다. 또한 신설법인은 25년부터 30년까지 연평균 30%의 매출성장을 목표로 제시하였다.

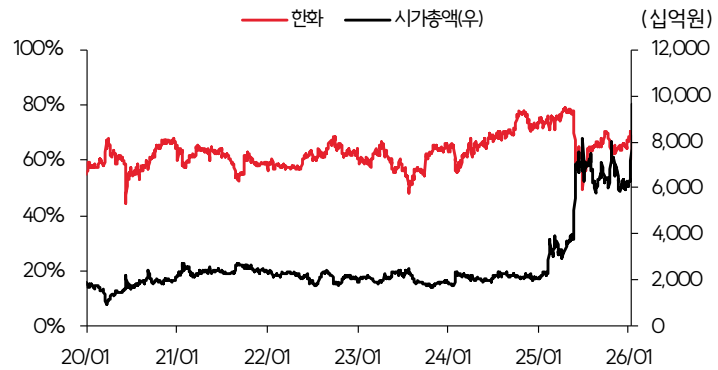
기업가치제고계획 발표

한화는 기업가치제고계획도 발표하였다. 지주회사 할인을 축소를 위해 1)25년부터 30년까지 연평균 연결매출 성장률 10%(신설법인의 경우 30%), 2)30년까지 ROE 12% 달성, 3)자사주 445만주(5.9%) 즉시 소각 및 26년 지급기준 보통주 최소 DPS 1,000원 설정, 제1우선주 전량 매입 및 소각(142억원)을 결정하였다. 자사주의 경우 기보유 자사주 7.5% 중 임직원 성과보상분을 제외한 전량 소각 예정으로 여당에서 추진중인 자사주 의무 소각안과 상관없는 자발적 소각이라는 측면에서 기업가치제고 의지를 확인할 수 있는 부분이다. 또한 지난해 김승연 회장의 지분증여 이후 배당확대 유인이 발생한 점을 고려한다면 최소 DPS의 지속적이 상향도 기대할 수 있다.

합산 시가총액은 증가, 존속법인에 대한 주가 메리트 높을 전망

한화의 인적분할과 기업가치제고계획 발표는 주가측면에서 긍정적이다. 한화에어로스페이스/한화비전, 삼성바이오로직스/삼성에피스 홀딩스 등 각 사업부에 대한 별도 평가가 합산 시가총액을 상승시킨 사례가 많으며, 분할 이후 제시한 구체적 재무목표가 불확실성을 축소시키고, 자사주 소각 및 최소배당금 설정으로 주주환원에 대한 기대감이 상승했기 때문이다. 한화 승계 관련 지배구조 개편 이슈가 부각될 여지가 있으나 인적분할 이후 단기적으로 최대주주 간의 지분이동 가능성을 검토하고 있지 않다고 밝혔으며, 최대주주의 일부 지분매각(Pre IPO)으로 한화에너지의 단기 상장 가능성이 낮아진 만큼 한화 NAV 대비 할인율의 점진적인 축소가 예상된다. 순차입금(3Q25 기준: 5.3조원)의 대부분을 존속법인에 귀속된다고 하더라도 한화에어로스페이스, 한화솔루션, 한화생명 등 3개사에서 기존 한화 자회사 지분가치의 90%가량(총 지분가치 28.3조원 중 25.3조원)을 차지했고, 브랜드로열티도 존속법인에 귀속될 예정이기 때문에 분할비율을 고려한다면 존속법인에 대한 주가 메리트가 높을 것으로 예상된다.

한화 NAV 대비 할인율



자료: SK 증권

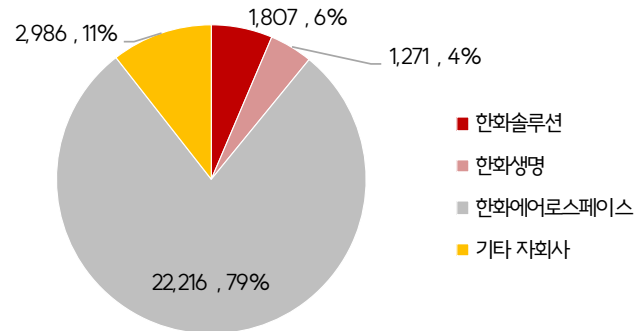
한화 NAV 대비 할인율

(단위: 십억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	한화솔루션	4,976	36.3%	1,274	1,807	
	한화생명	2,940	43.2%	1,449	1,271	
	한화에어로스페이스	65,434	34.0%	734	22,216	
	한화비전	2,635	34.0%	91	895	
	한화갤러리아	314	36.3%	144	114	
	한화	9,632	7.4%		717	
비상장사	한화호텔앤드리조트		48.9%	249	249	
	기타 자회사			1,010	1,010	
합계				4,951		
지분가치					28,280	
순차입금					5,259	
사업가치					717	25년 예상 실적의 10배
브랜드가치					1,823	24년 브랜드 수수료 10배
우선주차감					986	
NAV					24,576	
한화 시가총액					9,632	
현재 NAV 대비 할인율					60.8%	

자료: SK 증권

한화 자회사 지분가치 구성



자료: SK 증권

한화 인적분할 전후



자료: 한화

한화 기업가치제고 계획



자료: 한화

COMMENT

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 01월 15일 기준)

매수

93.94%

중립

6.06%

매도

0.00%