

EARNINGS
REVIEW

한화 (000880/KS)

분할 앞두고 할인을 축소 진행

지주회사/통신서비스/ESG. 최관순 / ks1.choi@sks.co.kr / 3773-8812

Signal: 4Q25 실적은 자체사업 부진 여파**Key:** 인적분할과 우호적인 주주환원 기대감 유효**Step:** 분할 전 할인을 축소 진행될 전망

매수(유지)

목표주가: 140,000 원(상향)

현재주가: 118,700 원

상승여력: 17.9%

STOCK DATA

주가(26/02/09)	118,700 원
KOSPI	5,298.04 pt
52 주 최고가	136,500 원
60 일 평균 거래대금	57 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	7,051 만주
시가총액	8,898 십억원
주요주주	
한화에너지(외 7)	55.85%
자사주	7.45%
외국인 지분율	17.04%

주가 및 상대수익률



4Q25: 자체사업 부진

한화 4Q25 연결 실적은 매출액 21.1조원(17.1% 이하 YoY), 영업이익 4,044 억원(-64.2%, OPM: 1.9%)이다. 자체사업인 건설부문이 대형사업의 준공에 따른 매출감소(-39.3%)와 추정원가 상승에 따른 비용 증가로 영업적자(-456 억원)를 기록하면서 별도 영업이익이 부진(-120 억원, 적자전환)해 연결 실적도 부진했다. 이라크 BNCP의 경우 올해 이라크 내각구성이 완료되면 공사가 재개될 예정이다. 2 분기 국무회의 승인을 가정할 경우 본격적인 매출은 연말부터 발생할 것으로 예상되어 건설부문의 수익성 개선은 다소 지연될 전망이다. 4 분기 글로벌 부문도 석유화학 시장 약세와 건설경기 둔화 영향으로 적자전환 했는데 26 년 여수질산 공장이 온기 반영되며 수익성 개선이 가능할 전망이다.

밸류에이션 매력 여전, 분할 전 할인을 축소 움직임

한화는 지난 1월14일 방산, 조선, 해양, 에너지, 금융과 자체사업인 건설과 글로벌 부문의 존속법인과 시큐리티장비, 반도체장비, F&B, 유통 등의 신설법인으로 인적분할을 발표하였다. 또한 26 년부터 주당 최소 1,000 원 배당 지급, 보유 자사주 5.9% 소각(3 월 예정) 등 우호적인 기업가치제고 계획도 함께 발표하였다. 이후 주가는 11.8% 상승했고 NAV 대비 할인율도 4.6%p 축소되었다. 그러나 현재 NAV 대비 할인율은 63.8%로 밸류에이션 매력이 여전히 높고 7 월 분할 이전까지 우호적인 주주환원 정책 속에 합산 시가총액 상승에 대한 기대감이 유효할 전망이다. 목표주가는 Target NAV 대비 할인율 55%를 적용하여 산정한 14 만원으로 상향한다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 4분기					26년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	21,076	21,215	-0.7	21,247	-0.8	80,138	74,655	7.3	81,689	-1.9
영업이익(십억원)	404	1,005	-59.8	1,303	-69.0	4,741	4,402	7.7	6,147	-22.9
지배주주순이익(십억원)	73	179	-59.2	313	-76.7	747	711	5.1	999	-25.2
영업이익률(%)	1.9	4.7	-	6.1	-	5.9	5.9	-	7.5	-
지배주주순이익률(%)	0.3	0.8	-	1.5	-	0.9	1.0	-	1.2	-

자료: SK 증권

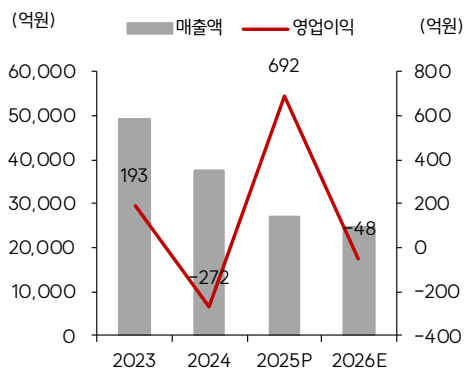
한화 분기별 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	16,643	19,242	17,787	21,076	18,215	19,340	19,909	22,674	74,747	80,138	84,810
영업이익	1,073	1,335	1,344	404	1,075	996	1,230	1,440	4,156	4,741	5,347
영업이익률	6.4%	6.9%	7.6%	1.9%	5.9%	5.2%	6.2%	6.4%	5.6%	5.9%	6.3%

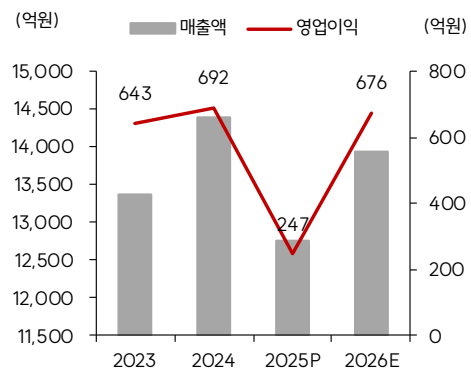
자료: 한화, SK 증권

한화 건설부문 실적전망



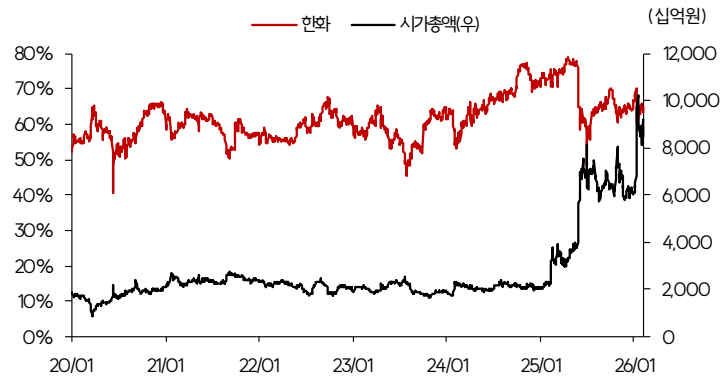
자료: 한화, SK 증권

한화 글로벌부문 실적전망



자료: 한화, SK 증권

한화 NAV 대비 할인율



자료: SK 증권

한화 목표주가 산정						(단위: 십억원, 주, 원)
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	한화솔루션	8,010	36.3%	1,274	2,909	
	한화생명	3,535	43.2%	1,449	1,528	
	한화에어로스페이스	59,092	34.0%	734	20,062	
	한화비전	2,989	34.0%	91	1,015	
	한화갤러리아	411	36.3%	144	149	
	한화	8,583	7.4%		639	
비상장사	한화호텔앤드리조트		48.9%	249	249	
	기타 자회사			1,010	1,010	
합계				4,951		
지분가치					27,562	
순차입금					5,259	
사업가치					488	25년 예상 실적의 8배
브랜드가치					1,823	24년 브랜드 수수료 10배
우선주차감					898	
NAV					23,717	
한화 시가총액					8,583	
현재 NAV 대비 할인율					63.8%	
Target NAV 대비 할인율					55%	
목표 시가총액					10,672	
발행주식수					74,958,735	
적정주가					142,378	
목표주가					140,000	
현재주가					114,500	
상승여력					22.3%	

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	60,512	83,191	104,119	108,929	113,334
현금및현금성자산	8,529	8,844	15,775	18,360	21,305
매출채권 및 기타채권	7,836	10,722	9,770	10,511	10,997
재고자산	7,750	13,350	18,079	19,450	20,350
비유동자산	149,227	168,846	181,589	179,391	177,193
장기금융자산	107,049	114,794	122,153	122,153	122,153
유형자산	22,994	31,755	35,188	33,482	31,776
무형자산	4,982	10,586	11,437	10,945	10,453
자산총계	209,738	252,037	285,708	288,320	290,528
유동부채	40,441	58,787	77,180	78,729	79,746
단기금융부채	19,364	27,251	38,045	38,045	38,045
매입채무 및 기타채무	5,949	8,019	20,429	21,978	22,995
단기충당부채	342	745	454	454	454
비유동부채	136,099	153,688	162,257	162,257	162,257
장기금융부채	16,007	23,565	26,359	26,359	26,359
장기매입채무 및 기타채무	904	1,066	1,595	1,595	1,595
장기충당부채	561	962	1,066	1,066	1,066
부채총계	176,539	212,475	239,437	240,986	242,003
지배주주지분	10,791	10,714	11,026	11,687	12,430
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	2,051	2,051	2,051
기타자본구성요소	81	-71	-68	-68	-68
자기주식	-7	-133	-133	-133	-133
이익잉여금	7,599	8,131	8,653	9,313	10,056
비지배주주지분	22,408	28,848	35,245	35,647	36,095
자본총계	33,199	39,562	46,271	47,334	48,525
부채와자본총계	209,738	252,037	285,708	288,320	290,528

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	3,793	6,881	4,259	2,789	3,112
당기순이익(손실)	1,636	1,690	1,965	1,150	1,279
비현금성항목등	1,426	1,122	3,653	2,514	2,550
유형자산감가상각비	1,319	1,369	1,678	1,706	1,706
무형자산감각비	235	233	493	492	492
기타	-128	-480	1,482	316	352
운전자본감소(증가)	-2,381	-420	-3,733	-563	-369
매출채권및기타채권의감소(증가)	-304	-1,277	-1,209	-741	-486
재고자산의감소(증가)	-1,054	-1,725	-5,078	-1,371	-900
매입채무및기타채무의증가(감소)	64	-106	2,310	1,549	1,017
기타	2,084	4,145	1,500	-623	-696
법인세납부	-1,029	-344	-873	-312	-348
투자활동현금흐름	-6,668	-14,049	-13,763	-4	-4
금융자산의감소(증가)	406	-8,758	-6,346	0	0
유형자산의감소(증가)	-4,132	-5,282	-5,105	0	0
무형자산의감소(증가)	-276	-272	-1,344	0	0
기타	-2,666	263	-967	-4	-4
재무활동현금흐름	1,799	7,179	9,226	-87	-88
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	3,923	7,269	5,759	0	0
자본의증가(감소)	17	423	257	0	0
배당금지급	-74	-74	-72	-87	-88
기타	-2,067	-440	3,282	0	0
현금의 증가(감소)	-1,067	316	6,931	2,585	2,945
기초현금	9,596	8,529	8,844	15,775	18,360
기말현금	8,529	8,844	15,775	18,360	21,305
FCF	-339	1,599	-847	2,789	3,112

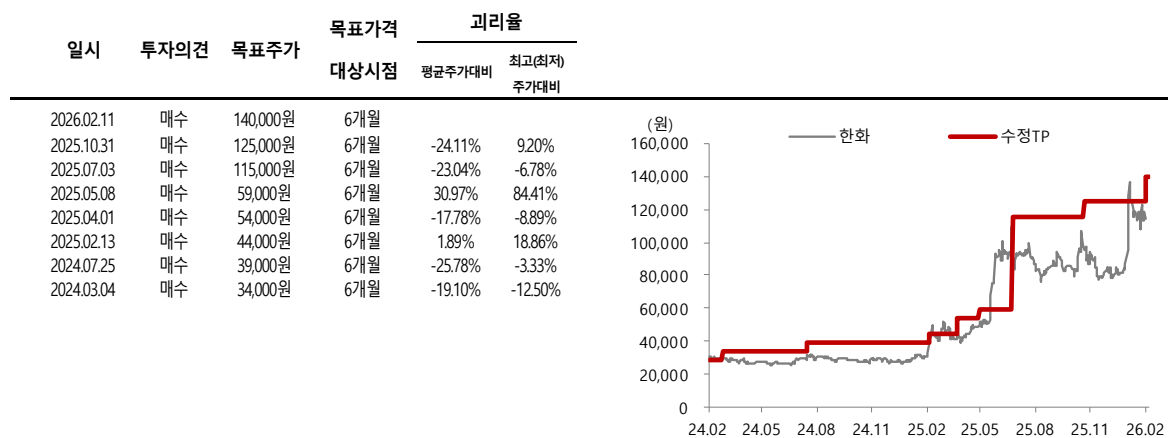
자료 : 한화, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	53,135	55,647	74,747	80,138	84,810
매출원가	46,735	48,724	64,239	70,018	74,100
매출총이익	6,400	6,923	10,509	10,120	10,711
매출총이익률(%)	12.0	12.4	14.1	12.6	12.6
판매비와 관리비	3,988	4,507	6,353	5,379	5,364
영업이익	2,412	2,416	4,156	4,741	5,347
영업이익률(%)	4.5	4.3	5.6	5.9	6.3
비영업손익	-165	-348	-1,731	-3,280	-3,720
순금융손익	-897	-1,177	0	0	0
외환관련손익	43	83	0	0	0
관계기업등 투자손익	49	23	209	0	0
세전계속사업이익	2,247	2,068	2,425	1,461	1,627
세전계속사업이익률(%)	4.2	3.7	3.2	1.8	1.9
계속사업법인세	611	378	460	312	348
계속사업이익	1,636	1,690	1,965	1,150	1,279
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,636	1,690	1,965	1,150	1,279
순이익률(%)	3.1	3.0	2.6	1.4	1.5
지배주주	380	773	599	747	831
지배주주귀속 순이익률(%)	0.7	1.4	0.8	0.9	1.0
비지배주주	1,255	917	1,366	402	448
총포괄이익	1,282	278	1,225	1,150	1,279
지배주주	-45	-146	101	277	308
비지배주주	1,327	424	1,125	873	971
EBITDA	3,966	4,018	6,328	6,939	7,545

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	4.4	4.7	34.3	7.2	5.8
영업이익	1.8	0.2	72.0	14.1	12.8
세전계속사업이익	5.3	-7.9	17.3	-39.7	11.3
EBITDA	6.4	1.3	57.5	9.7	8.7
EPS	-67.6	110.3	-22.5	24.8	11.2
수익성 (%)					
ROA	0.8	0.7	0.7	0.4	0.4
ROE	3.5	7.2	5.5	6.6	6.9
EBITDA마진	7.5	7.2	8.5	8.7	8.9
안정성 (%)					
유동비율	149.6	141.5	134.9	138.4	142.1
부채비율	531.8	537.1	517.5	509.1	498.7
순차입금/자기자본	-8.3	14.8	-5.3	-10.6	-16.4
EBITDA/이자비용(배)	4.4	3.4	0.0	0.0	0.0
배당성향	19.4	9.3	14.5	11.8	10.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,886	8,174	6,331	7,902	8,791
BPS	110,284	114,712	118,013	124,995	132,855
CFPS	19,754	25,116	29,298	31,146	32,035
주당 현금배당금	750	800	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	6.6	3.3	12.9	15.0	13.5
PBR	0.2	0.2	0.7	0.9	0.9
PCR	1.3	1.1	2.8	3.8	3.7
EV/EBITDA	5.5	9.2	6.3	5.8	5.0
배당수익률	2.9	3.0	1.2	0.9	0.9



COMPLIANCE NOTICE

작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 02월 11일 기준)	매수	92.99%	중립	7.01%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------