

# 한화 (000880/KS)

## 불확실성 해소 앞두고 할인을 축소 기대

지주회사/통신서비스/ESG. 최관순 / ks1.choi@sk.com.kr /

**Signal:** 주요 자회사 실적개선과 밸류에이션 매력

**Key:** 지배구조 개편 이후 할인을 축소 기대

**Step:** 지분가치 상승분 반영하여 목표주가 상향

### 매수(유지)

목표주가: 170,000 원(상향)

현재주가: 126,200 원

상승여력: 34.7%

### STOCK DATA

주가(26/05/18)	126,200 원
KOSPI	7,516.04 pt
52주 최고가	145,200 원
60일 평균 거래대금	45 십억원

### COMPANY DATA

발행주식수	7,051 만주
시가총액	8,898 십억원
주요주주	
한화에너지(외 7)	59.37%
국민연금공단	5.96%
외국인 지분율	21.91%

### 주가 및 상대수익률



### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	85,692	94,457	97,394
영업이익	십억원	5,436	5,959	6,163
순이익(지배주주)	십억원	582	764	910
EPS	원	6,460	8,481	10,093
PER	배	21.9	16.7	14.0
PBR	배	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	4.9	4.3	3.9
ROE	%	4.8	6.0	6.8
배당성향	%	17.5	14.5	12.2

### 주요 자회사 실적개선 효과

한화 1Q26 별도실적은 대형사업 준공에 따른 건설부문 매출 감소에도 불구하고 원가율 개선에 따라 별도 영업이익이 24.8%(이하 YoY) 증가했다. 건설부문의 BNCP(수주잔고: 9.4 조원)는 26년 이라크 국무회의 승인 이후 공사가 시작될 예정인데, 26년말로 예상되어 27년부터 실적개선에 기여할 전망이다. 연결 실적은 에어로스페이스, 솔루션, 생명 등 주요 자회사 실적개선으로 연결 영업이익이 21% 증가했다.

### 속도감 있는 지배구조 개편

한화는 8월 1일 인적분할을 앞두고 있다. 에어로스페이스, 시스템, 오션, 솔루션, 생명 등이 존속법인에, 비전, 세미텍, 모멘텀, 로보틱스, 갤러리아, 호텔앤드리조트, 아워홈은 신설법인(분할비율: 24.4%)에 편입된다. 존속법인은 25년부터 30년까지 연평균 10%의 매출성장과 30년 ROE 12% 달성, 최소 주당배당금 1,000원을 제시했다. 신설법인은 30년까지 연평균 30%의 매출성장을 제시했다. 김동선 부사장은 최근 신설법인에 집중하기 위해 한화를 퇴사하는 등 인적분할 이후 좀 더 전문적인 경영과 빠른 의사결정을 통한 동반성장이 기대된다. 이를 통해 분할 이후 합산 시가총액 상승 가능성이 높다는 판단이다. 한화솔루션 유상증자 일정이 연기되고 금액이 축소되는 등 불확실성이 있으나 그룹 주력사업으로의 성장 의지가 강하기 때문에 유상증자 이후 중장기적인 성과에 주목할 시점이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 170,000 원(상향)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 인적분할을 앞두고 합산 시가총액 증가에 대한 기대감이 유효하고, 27년부터 건설부문의 본격적인 실적개선이 예상되기 때문이다. 목표주가는 에어로스페이스, 비전 등 주요 자회사 가치 상승분을 반영(Target 할인율: 50%)하여 170,000 원으로 상향한다. 현재 한화 NAV 대비 할인율은 65.4%로 지주회사 내에서도 가장 할인율이 높은 과도한 수준이다. 주주환원 확대 기대감이 유효하고 인적분할과 한화솔루션 유상증자가 마무리되면서 불확실성이 해소된다면 할인율도 축소될 것으로 예상된다.

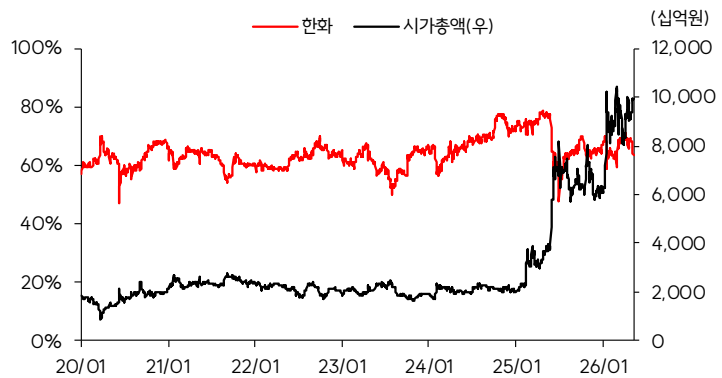
한화 목표주가 산정

(단위: 십억원, 주, 원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	한화솔루션	7,452	36.3%	1,274	2,706	
	한화생명	4,925	43.2%	1,449	2,129	
	한화에어로스페이스	63,268	32.2%	1,500	20,360	
	한화비전	3,600	34.0%	91	1,222	
	한화갤러리아	599	36.3%	144	218	
	한화	8,898	7.4%		663	
비상장사	한화호텔앤드리조트		48.9%	249	249	
	기타 자회사			1,249	1,249	
합계				5,955		
지분가치					28,795	
순차입금					4,683	4Q25 기준
사업가치					488	25년 실적의 8 배
브랜드가치					2,050	25년 상표권수익 10 배
우선주차감					944	
NAV					25,707	
한화 시가총액					8,898	
현재 NAV 대비 할인율					65.4%	
Target NAV 대비 할인율					50%	
목표 시가총액					12,853	
발행주식수					74,958,735	
적정주가					171,474	
목표주가					170,000	
현재주가					126,200	
상승여력					34.7%	

자료: SK 증권

한화 NAV 대비 할인율 추이



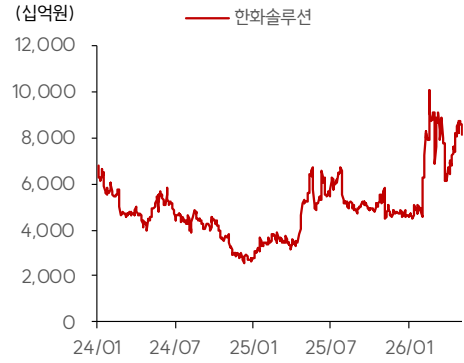
자료: SK 증권

한화에어로스페이스 시가총액 추이



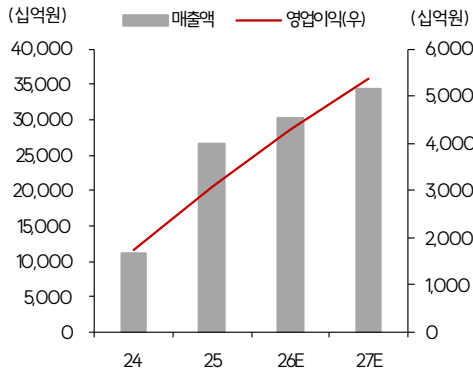
자료: Quantwise, SK 증권

한화솔루션 시가총액 추이



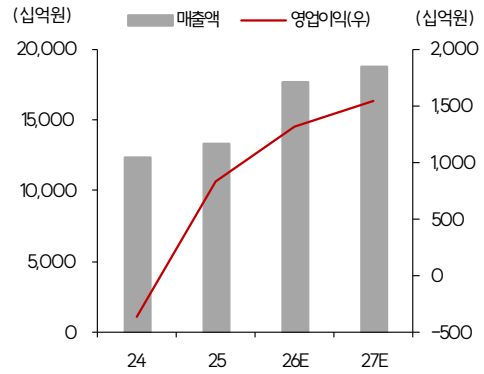
자료: Quantwise, SK 증권

한화에어로스페이스 실적전망



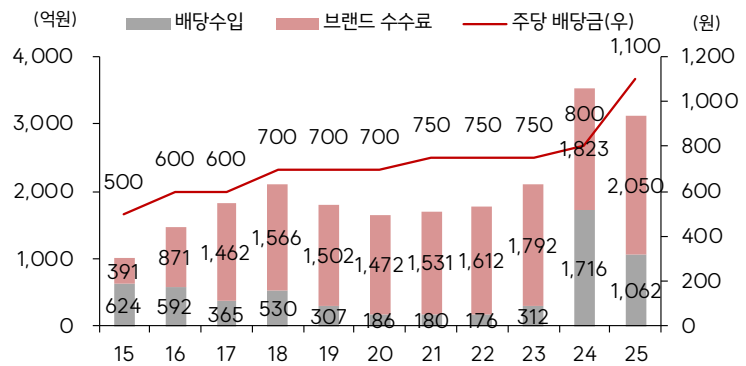
자료: FnGuide, SK 증권

한화솔루션 실적전망



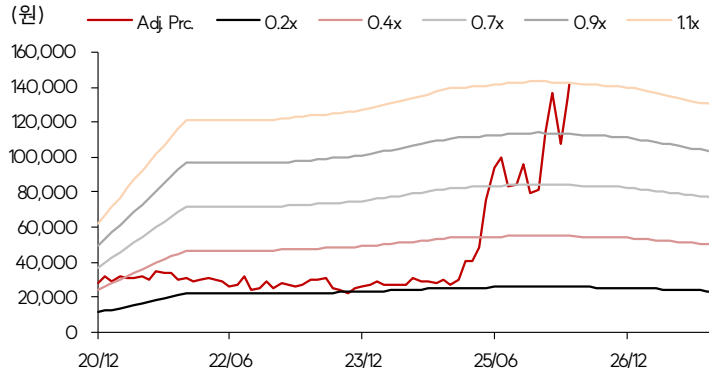
자료: FnGuide, SK 증권

한화 별도수입 및 주당배당금 추이



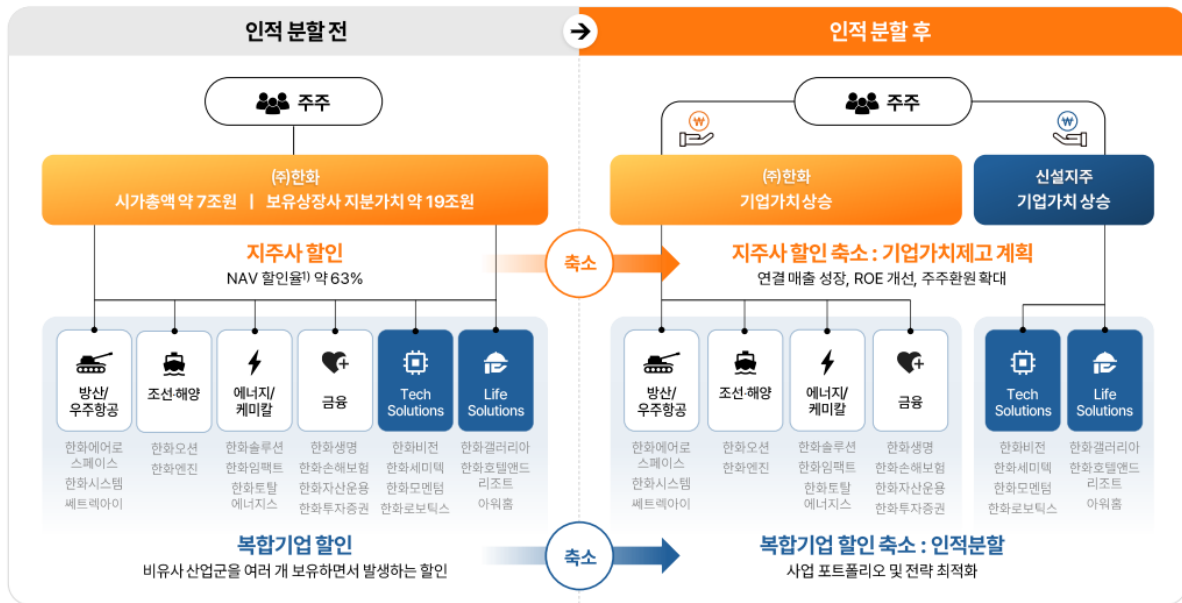
자료: 한화, SK 증권

한화 12MF PBR 밴드차트



자료: FnGuide, SK 증권

한화 인적분할



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>유동자산</b>	83,305	105,999	111,918	120,242	126,248
현금및현금성자산	8,844	14,685	25,594	29,257	34,087
매출채권 및 기타채권	8,472	8,536	9,452	11,018	11,413
재고자산	13,464	16,070	17,313	20,180	20,904
<b>비유동자산</b>	168,927	183,330	180,389	177,447	174,505
장기금융자산	114,814	120,239	120,239	120,239	120,239
유형자산	31,821	37,085	34,956	32,827	30,697
무형자산	10,598	11,445	10,632	9,820	9,008
<b>자산총계</b>	252,232	289,329	292,306	297,689	300,754
<b>유동부채</b>	58,787	79,882	80,722	84,295	85,197
단기금융부채	27,251	38,784	38,784	38,784	38,784
매입채무 및 기타채무	8,019	10,350	21,582	25,155	26,057
단기충당부채	745	750	750	750	750
<b>비유동부채</b>	153,667	161,012	161,012	161,012	161,012
장기금융부채	23,449	28,636	28,636	28,636	28,636
장기매입채무 및 기타채무	1,066	1,775	1,775	1,775	1,775
장기충당부채	962	1,092	1,092	1,092	1,092
<b>부채총계</b>	212,455	240,894	241,733	245,307	246,209
<b>지배주주지분</b>	10,760	11,840	12,324	12,986	13,785
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,793	2,090	2,090	2,090	2,090
기타자본구성요소	-71	-68	-68	-68	-68
자기주식	-133	-133	-133	-133	-133
이익잉여금	8,159	8,479	8,963	9,625	10,424
비지배주주지분	29,018	36,595	38,249	39,396	40,760
<b>자본총계</b>	39,778	48,435	50,573	52,382	54,545
<b>부채외자본총계</b>	252,232	289,329	292,306	297,689	300,754

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>영업활동현금흐름</b>	6,881	8,320	7,460	7,593	8,595
당기순이익(손실)	1,690	1,992	2,236	1,911	2,274
비현금성항목등	1,122	3,838	9,357	8,275	8,332
유형자산감가상각비	1,369	1,784	2,129	2,129	2,129
무형자산상각비	233	574	812	812	812
기타	-480	1,481	6,415	5,333	5,390
운전자본감소(증가)	-420	-571	-1,320	-858	-217
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,277	-219	-916	-1,565	-395
재고자산의감소(증가)	-1,725	-2,615	-1,243	-2,867	-723
매입채무및기타채무의증가(감소)	-106	1,455	839	3,574	902
기타	4,145	2,088	-4,633	-2,582	-2,804
법인세납부	-344	-974	-1,820	-848	-1,010
<b>투자활동현금흐름</b>	-14,049	-12,800	40	43	46
금융자산의감소(증가)	-8,758	-6,845	0	0	0
유형자산의감소(증가)	-5,282	-5,533	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-272	-389	0	0	0
기타	263	-34	40	43	46
<b>재무활동현금흐름</b>	7,179	10,330	-3,741	-3,744	-3,753
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	7,269	7,272	0	0	0
자본의증가(감소)	423	297	0	0	0
배당금지급	-74	-72	-99	-102	-111
기타	-440	2,833	-3,642	-3,642	-3,642
<b>현금의 증가(감소)</b>	316	5,840	10,910	3,663	4,830
기초현금	8,529	8,844	14,685	25,594	29,257
기말현금	8,844	14,685	25,594	29,257	34,087
FCF	1,599	2,787	7,460	7,593	8,595

자료 : 한화, SK증권 추정

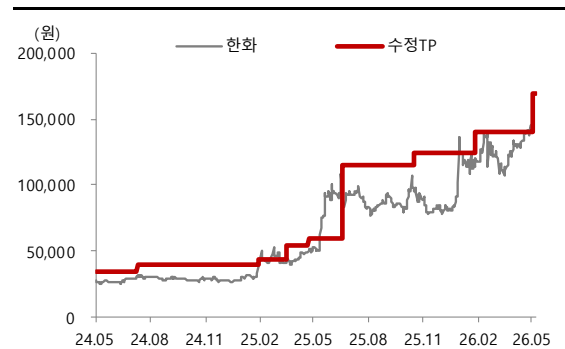
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>매출액</b>	55,647	74,785	85,692	94,457	97,394
<b>매출원가</b>	48,724	64,747	74,849	82,515	85,077
<b>매출중이익</b>	6,923	10,038	10,844	11,942	12,317
매출총이익률(%)	12.4	13.4	12.7	12.6	12.6
<b>판매비와 관리비</b>	4,507	5,891	5,407	5,983	6,154
<b>영업이익</b>	2,416	4,147	5,436	5,959	6,163
영업이익률(%)	4.3	5.5	6.3	6.3	6.3
<b>비영업손익</b>	-348	-2,136	-1,380	-3,200	-2,880
순금융손익	-947	-1,204	-4,744	-4,634	-4,530
외환관련손익	83	-149	0	0	0
관계기업등 투자손익	23	153	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	2,068	2,011	4,056	2,759	3,283
세전계속사업이익률(%)	3.7	2.7	4.7	2.9	3.4
<b>계속사업법인세</b>	378	19	1,820	848	1,010
<b>계속사업이익</b>	1,690	1,992	2,236	1,911	2,274
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,690	1,992	2,236	1,911	2,274
순이익률(%)	3.0	2.7	2.6	2.0	2.3
<b>지배주주</b>	773	372	582	764	910
지배주주귀속 순이익률(%)	1.4	0.5	0.7	0.8	0.9
<b>비지배주주</b>	917	1,619	1,654	1,146	1,364
<b>총포괄이익</b>	249	3,070	2,236	1,911	2,274
<b>지배주주</b>	-161	864	887	758	902
<b>비지배주주</b>	410	2,206	1,349	1,153	1,372
<b>EBITDA</b>	4,018	6,505	8,378	8,901	9,105

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	4.7	34.4	14.6	10.2	3.1
영업이익	0.2	71.6	31.1	9.6	3.4
세전계속사업이익	-7.9	-2.8	101.7	-32.0	19.0
EBITDA	1.3	61.9	28.8	6.2	2.3
EPS	110.3	-51.8	64.0	31.3	19.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	0.7	0.7	0.8	0.6	0.8
ROE	7.2	3.3	4.8	6.0	6.8
EBITDA마진	7.2	8.7	9.8	9.4	9.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	141.7	132.7	138.6	142.6	148.2
부채비율	534.1	497.4	478.0	468.3	451.4
순차입금/자기자본	8.8	5.8	-16.0	-22.4	-30.4
EBITDA/이자비용(배)	3.4	4.1	1.3	1.4	1.4
배당성향	9.3	26.5	17.5	14.5	12.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,174	3,939	6,460	8,481	10,093
BPS	115,196	126,620	138,239	145,592	154,458
CFPS	25,116	28,872	39,105	41,126	42,738
주당 현금배당금	800	1,100	1,200	1,300	1,300
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	3.3	20.7	21.9	16.7	14.0
PBR	0.2	0.6	1.0	1.0	0.9
PCR	1.1	2.8	3.6	3.4	3.3
EV/EBITDA	8.7	7.1	4.9	4.3	3.9
배당수익률	3.0	1.3	0.8	0.9	0.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.05.19	매수	170,000원	6개월		
2026.02.11	매수	140,000원	6개월	-9.69%	3.71%
2025.10.31	매수	125,000원	6개월	-24.11%	9.20%
2025.07.03	매수	115,000원	6개월	-23.04%	-6.78%
2025.05.08	매수	59,000원	6개월	30.97%	84.41%
2025.04.01	매수	54,000원	6개월	-17.78%	-8.89%
2025.02.13	매수	44,000원	6개월	1.89%	18.86%
2024.07.25	매수	39,000원	6개월	-25.78%	-3.33%
2024.07.05	매수	34,000원	6개월	-14.45%	-12.65%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(최관순)는 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 05 월 19 일 기준)	매수	93.90%	중립	6.10%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------