

한화 (000880/KS)

지분증여로 승계 관련 주가 불확실성 해소

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 54,000 원(상향)

현재주가: 40,950 원

상승여력: 31.9%



Analyst
최관순

ks1.choi@sks.co.kr
3773-8812

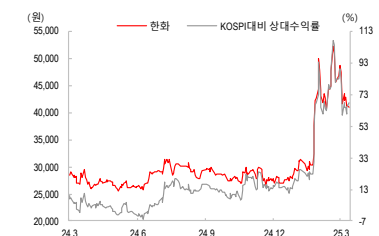
Company Data

발행주식수	7,496 만주
시가총액	3,070 십억원
주요주주	
김승연(외7)	55.85%
자사주	7.45%

Stock Data

주가(25/03/31)	40,950 원
KOSPI	2,481.12pt
52주 최고가	52,300 원
52주 최저가	25,550 원
60일 평균 거래대금	34 십억원

주가 및 상대수익률



김승연 회장, 지분증여 결정

전일 한화 김승연 회장은 보유하고 있는 한화 지분 22.6% 중 김동관 부회장 4.9%, 김동원 사장 3.2%, 김동선 부사장 3.2% 등 총 11.3%를 세 아들에게 증여했다고 공시했다. 증여 후 한화지분은 김승연 회장 11.3%, 김동관 부회장 9.8%, 김동원 사장과 김동선 부사장이 각각 5.4%를 보유하게 되었으며, 단일 최대주주인 한화에너지는 지난해 공개매수(5.2%)와 고려아연 보유 지분 매입(7.25%)을 통해 한화 지분 22.2%를 보유하고 있다.

지분증여로 승계 관련 주가 불확실성 해소

김승연 회장의 지분증여는 승계 관련 한화 주가 불확실성의 해소요인이다. 김승연 회장의 세 아들이 100% 보유하고 있는 한화에너지가 상장을 준비하면서 한화주가에 대한 우려가 있었다. 한화에너지 상장 이후 한화와의 합병을 통한 그룹 승계가 유력하게 거론되었는데 이 때 한화에너지 주가가 높고 한화 주가가 낮을수록 합병 비율 측면에서 김승연 회장의 세아들에게 유리하기 때문이다. 따라서 이번 지분증여로 한화에너지 상장 이후 한화주가 하락에 대한 우려는 크게 감소했다고 판단한다. 또한 증여세에 대한 과세기준 가격은 한화 주가가 40,000 원대에 안착한 3월부터 계산(4월 30일 기준 전후 2개월 평균주가)되기 때문에 중장기적인 한화 주가상승을 경영진 측에서 예상했다는 반증도 될 수 있을 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 54,000 원(상향)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 김승연 회장의 지분증여로 한화에너지 상장 추진으로 인한 승계 관련 한화 주가 불확실성이 상당부분 해소되었다고 판단하기 때문이다. 또한 증여세 재원 확보를 위한 중장기적인 한화의 배당확대 가능성도 높아졌으며, 현 주가는 NAV 대비 할인율 75%로 밸류에이션 매력도 충분하다. 목표주가는 자회사 가치상승분과 순차입금 감소(4.1조원→3.6조원)분을 반영하여 기존 44,000 원에서 54,000 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	50,887	53,135	55,647	61,100	66,164	73,744
영업이익	십억원	2,370	2,412	2,416	2,518	2,797	3,164
순이익(지배주주)	십억원	1,174	380	773	812	1,137	1,331
EPS	원	11,995	3,886	8,174	8,586	12,020	14,079
PER	배	2.1	6.6	3.3	4.8	3.4	2.9
PBR	배	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	배	9.5	33.7	39.5	34.7	32.1	29.4
ROE	%	14.4	3.5	7.2	7.3	9.5	10.1

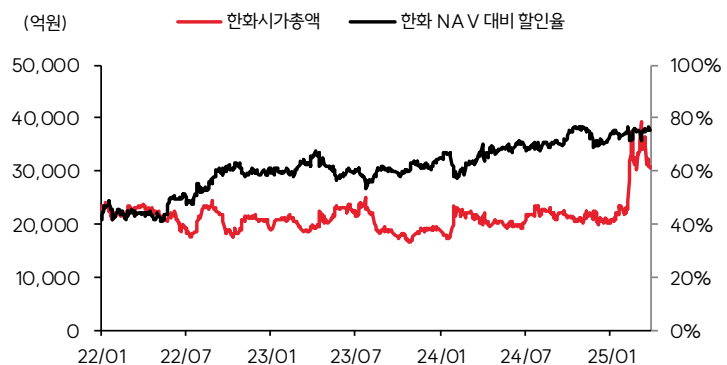
한화 목표주가 산정			(단위: 억원, 주, 원)
구분	내용	비고	
자회사 지분가치	57,639	60% 할인	
브랜드 가치	14,904	24년 브랜드 수수료에 8배 적용	
자체사업 가치	7,568	멀티플 8배 적용	
순차입금	36,093	4Q24 별도기준	
우선주 가치(차감)	3,436		
적정 시가총액	40,581		
발행주식수	74,958,735		
적정주가	54,138		
목표주가	54,000		
현재주가	40,950		
상승여력	31.9%		

자료: SK 증권

한화 자회사 지분가치						(단위: 억원)
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	
상장사	한화솔루션	31,645	36.3%	12,735	11,492	
	한화생명	22,104	43.2%	14,491	9,557	
	한화에어로스페이스	285,794	34.0%	7,344	97,031	
	한화비전	28,627	34.0%	908	9,719	
	한화갤러리아	2,160	36.3%	1,436	784	
	한화자산주	30,696	7.4%		2,286	
비상장사	한화호텔앤드리조트		48.9%	2,491	2,491	
	기타 자회사			10,736	10,736	
자회사 가치 합계				50,142	144,097	

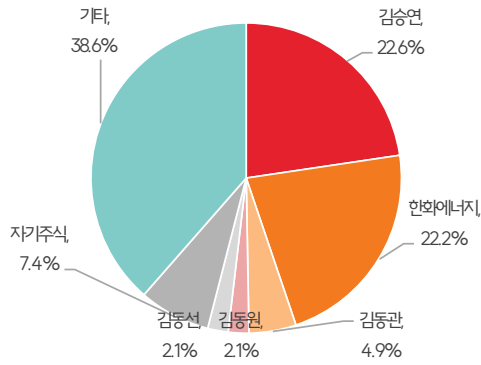
자료: SK 증권

한화 NAV 대비 할인율 추이



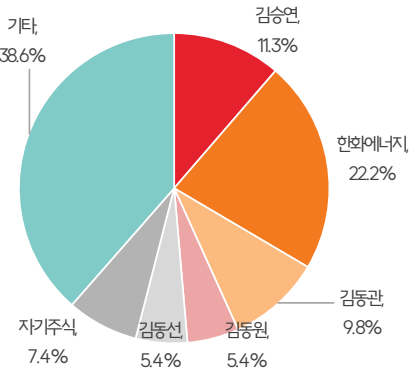
자료: SK 증권

지분증여 전 한화 주주구성



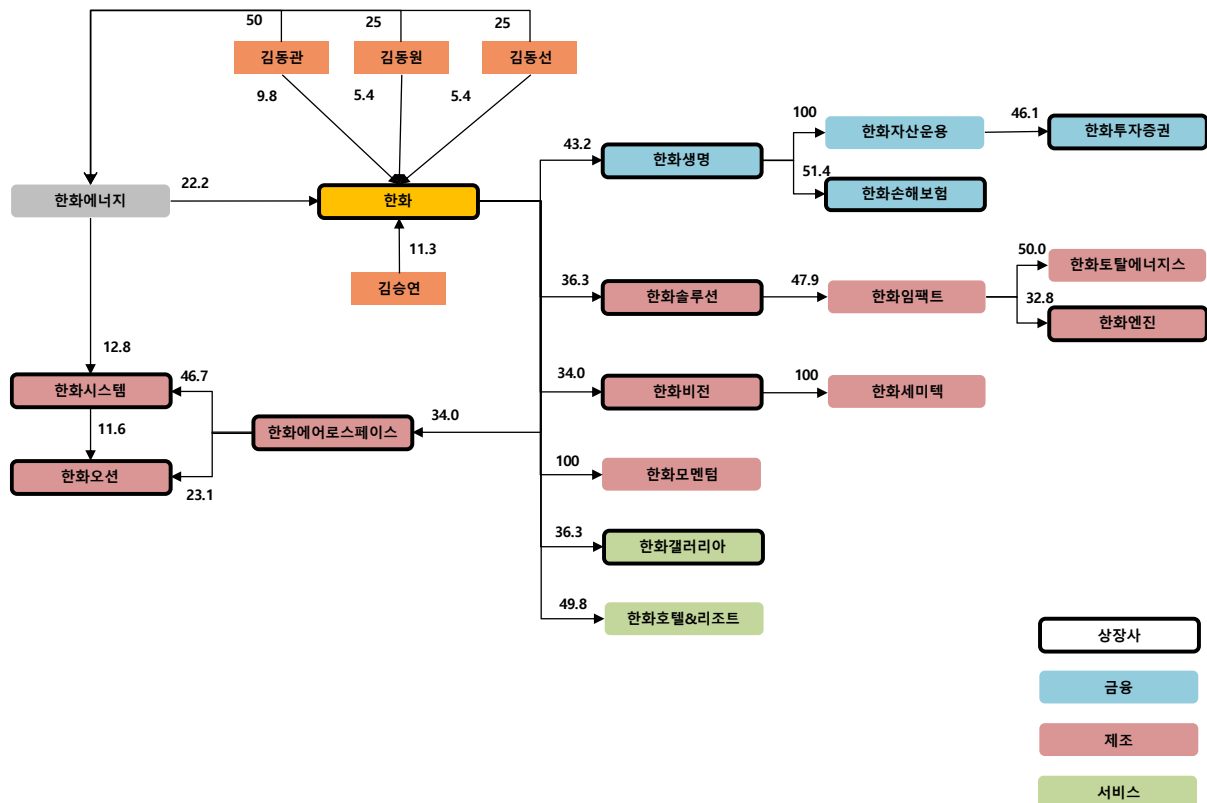
자료: SK 증권

지분증여 후 한화 주주구성



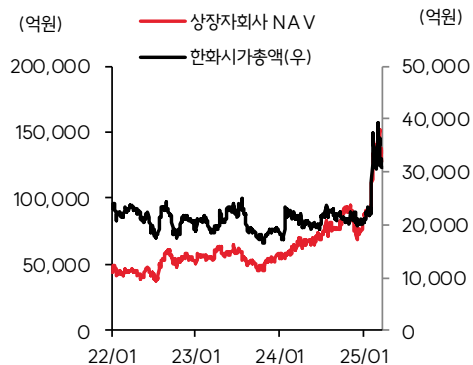
자료: SK 증권

한화그룹 지배구조도



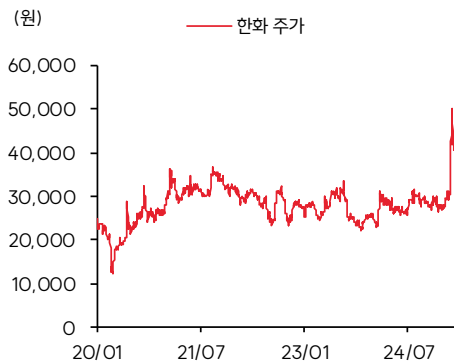
자료: 한화, SK 증권

한화 상장자회사 NAV와 한화 시가총액 추이



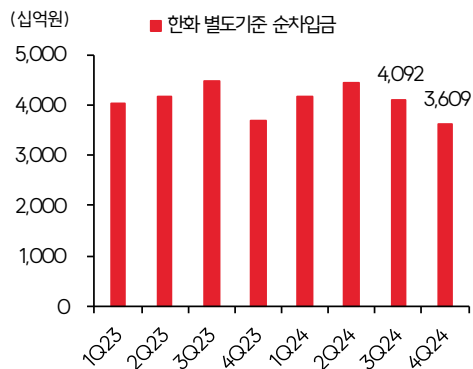
자료: SK 증권

지분증여에 따른 증여세 평균주가 영역



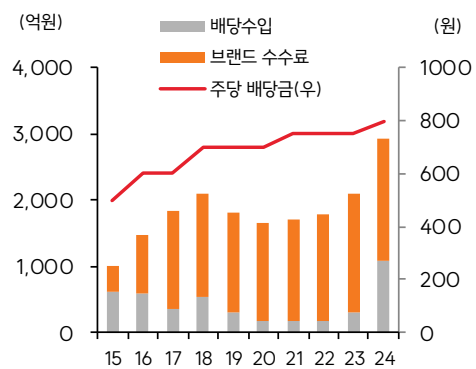
자료: SK 증권

한화 별도기준 순차입금 추이



자료: SK 증권

한화 별도수입 및 주당 배당금 추이



자료: 한화, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	60,512	83,191	79,515	83,711	88,534
현금및현금성자산	8,529	8,844	17,822	20,481	23,003
매출채권 및 기타채권	7,836	10,722	8,268	8,842	9,701
재고자산	7,750	13,350	11,881	12,706	13,941
비유동자산	149,227	168,846	170,190	168,335	166,479
장기금융자산	107,710	115,468	115,468	115,468	115,468
유형자산	22,994	31,755	33,421	31,887	30,353
무형자산	4,982	10,586	10,265	9,943	9,622
자산총계	209,738	252,037	249,705	252,045	255,013
유동부채	40,441	58,787	54,904	55,572	56,572
단기금융부채	19,364	27,251	27,251	27,251	27,251
매입채무 및 기타채무	5,949	8,019	9,624	10,292	11,293
단기충당부채	342	745	745	745	745
비유동부채	136,099	153,688	153,688	153,688	153,688
장기금융부채	127,579	145,209	145,209	145,209	145,209
장기매입채무 및 기타채무	904	1,066	1,066	1,066	1,066
장기충당부채	561	962	962	962	962
부채총계	176,539	212,475	208,592	209,260	210,260
지배주주지분	10,791	10,714	11,454	12,514	13,764
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	1,793	1,793	1,793
기타자본구성요소	81	-71	-71	-71	-71
자기주식	-7	-133	-133	-133	-133
이익잉여금	7,599	8,131	8,871	9,931	11,181
비지배주주지분	22,408	28,848	29,660	30,272	30,989
자본총계	33,199	39,562	41,113	42,786	44,753
부채와자본총계	209,738	252,037	249,705	252,045	255,013

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	3,793	6,881	9,487	8,843	8,778
당기순이익(손실)	1,636	1,690	1,624	1,749	2,048
비현금성항목등	1,426	1,122	10,193	10,225	10,289
유형자산감가상각비	1,319	1,369	1,534	1,534	1,534
무형자산상각비	235	233	321	321	321
기타	-128	-480	8,337	8,369	8,433
운전자본감소(증가)	-2,381	-420	39	-730	-1,094
매출채권및기타채권의감소(증가)	-304	-1,277	2,454	-574	-860
재고자산의감소(증가)	-1,054	-1,725	1,469	-825	-1,235
매입채무및기타채무의증가(감소)	64	-106	-3,884	668	1,001
기타	2,084	4,145	-2,723	-2,789	-2,920
법인세납부	-1,029	-344	-354	-388	-456
투자활동현금흐름	-6,668	-14,049	-3,136	63	63
금융자산의감소(증가)	406	-8,758	0	0	0
유형자산의감소(증가)	-4,132	-5,282	-3,200	0	0
무형자산의감소(증가)	-276	-272	0	0	0
기타	-2,666	263	64	63	63
재무활동현금흐름	1,799	7,179	-6,104	-6,109	-6,113
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	3,923	7,269	0	0	0
자본의증가(감소)	17	423	0	0	0
배당금지급	-74	-74	-72	-77	-81
기타	-2,067	-440	-6,032	-6,032	-6,032
현금의 증가(감소)	-1,067	316	8,978	2,659	2,522
기초현금	9,596	8,529	8,844	17,822	20,481
기말현금	8,529	8,844	17,822	20,481	23,003
FCF	-339	1,599	6,287	8,843	8,778

자료 : 한화, SK증권 추정

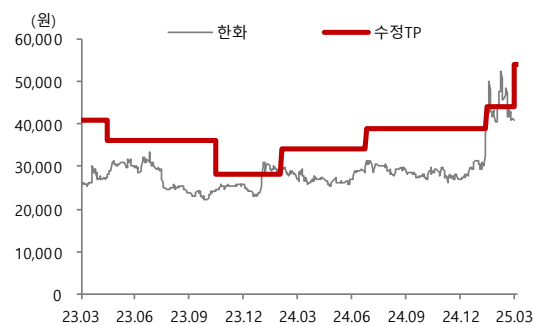
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	53,135	55,647	61,100	66,164	73,744
매출원가	46,735	48,724	53,375	57,803	64,429
매출총이익	6,400	6,923	7,725	8,361	9,315
매출총이익률(%)	12.0	12.4	12.6	12.6	12.6
판매비와 관리비	3,988	4,507	5,208	5,564	6,151
영업이익	2,412	2,416	2,518	2,797	3,164
영업이익률(%)	4.5	4.3	4.1	4.2	4.3
비영업손익	-165	-348	-540	-660	-660
순금융손익	-897	-1,177	-8,041	-8,038	-8,034
외환관련손익	43	83	0	0	0
관계기업등 투자손익	49	23	0	0	0
세전계속사업이익	2,247	2,068	1,978	2,137	2,504
세전계속사업이익률(%)	4.2	3.7	3.2	3.2	3.4
계속사업법인세	611	378	354	388	456
계속사업이익	1,636	1,690	1,624	1,749	2,048
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,636	1,690	1,624	1,749	2,048
순이익률(%)	3.1	3.0	2.7	2.6	2.8
지배주주	380	773	812	1,137	1,331
지배주주귀속 순이익률(%)	0.7	1.4	1.3	1.7	1.8
비지배주주	1,255	917	812	612	717
총포괄이익	1,282	278	1,624	1,749	2,048
지배주주	-45	-146	530	570	668
비지배주주	1,327	424	1,094	1,178	1,380
EBITDA	3,966	4,018	4,373	4,652	5,019

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	4.4	4.7	9.8	8.3	11.5
영업이익	1.8	0.2	4.2	11.1	13.1
세전계속사업이익	5.3	-7.9	-4.4	8.0	17.2
EBITDA	6.4	1.3	8.8	6.4	7.9
EPS	-67.6	110.3	5.0	40.0	17.1
수익성 (%)					
ROA	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8
ROE	3.5	7.2	7.3	9.5	10.1
EBITDA마진	7.5	7.2	7.2	7.0	6.8
안정성 (%)					
유동비율	149.6	141.5	144.8	150.6	156.5
부채비율	531.8	537.1	507.4	489.1	469.8
순차입금/자기자본	327.8	322.3	288.3	270.8	253.3
EBITDA/이자비용(배)	4.4	3.4	0.5	0.6	0.6
배당성향	19.4	9.3	9.4	7.1	6.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,886	8,174	8,586	12,020	14,079
BPS	110,284	114,712	122,535	133,745	146,967
CFPS	19,754	25,116	28,208	31,642	33,702
주당 현금배당금	750	800	850	900	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	6.6	3.3	4.8	3.4	2.9
PBR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	1.3	1.1	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	33.7	39.5	34.7	32.1	29.4
배당수익률	2.9	3.0	2.1	2.2	2.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.04.01	매수	54,000원	6개월		
2025.02.13	매수	44,000원	6개월	1.89%	18.86%
2024.07.25	매수	39,000원	6개월	-25.78%	-3.33%
2024.03.04	매수	34,000원	6개월	-19.10%	-12.50%
2023.11.15	매수	28,000원	6개월	-6.48%	11.07%
2023.05.15	매수	36,000원	6개월	-24.07%	-7.22%



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 기관투자자 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 (2025년 04월 01일 기준)

매수	97.55%	중립	2.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------