

한화 (000880/KS)

높은 주가 상승 잠재력

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 115,000 원(유지)

현재주가: 89,800 원

상승여력: 28.1%



Analyst
최관순

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

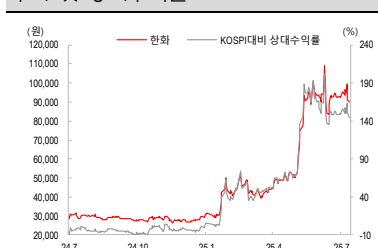
Company Data

발행주식수	7,496 만주
시가총액	6,731 십억원
주요주주	
한화에너지(외7)	55.85%
자사주	7.45%

Stock Data

주가(25/08/04)	89,800 원
KOSPI	3,147.75 pt
52주 최고가	108,800 원
52주 최저가	26,300 원
60일 평균 거래대금	75 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25: 별도 영업이익 흑자전환

한화 2Q25 별도기준 실적은 매출액 1 조 1,302 억원(-27.4% 이하 YoY), 영업이익 1,296 억원(흑자전환, OPM: 11.5%)이다. 건설부문에서 프로젝트 준공정산 결과 반영에 따라 영업이익이 흑자전환(829 억원)하며 별도실적 개선을 견인하였다. 2032 년까지 8.5조원 수주잔고를 보유하고 있는 이라크 BNCP는 현지 국무회의 승인 이후 6개월의 준비 과정을 거쳐 공사가 재개될 예정으로 26 년부터 본격적인 실적개선에 기여할 전망이다. 글로벌 부문에서는 국내 화약매출 감소에 영업이익이 70 억원으로 다소 부진했으나 9 월부터 질산 생산설비가 가동되며 실적 반등이 기대된다.

높은 밸류에이션 매력과 중장기적인 DPS 상향 가능성

최근 지수 조정에 따라 연초 이후 주가 상승폭이 컸던 지주회사의 주가도 조정받고 있다. 하지만 추가적인 상법개정 및 자사주 의무소각안 등 지주회사가 직접적으로 수혜를 볼 수 있는 증시 관련 정책이 논의되고 있다, 이에 밸류에이션 매력이 높고, 주주환원 확대 가능성이 높은 지주회사의 중장기 리레이팅에 대한 가능성은 여전히 높다고 판단한다. 한화 현 주가는 NAV 대비 할인율 67.0%, PBR 0.8 배로 타 지주회사 대비 밸류에이션 매력이 높다. 한화 시가총액이 연초 이후 4.7 조원 증가했음에도 불구하고 한화에어로스페이스 225%, 한화솔루션 86%, 한화비전 84% 등 주요 자회사 주가 상승으로 NAV 가 13.4 조원 증가했기 때문이다. 또한 올해 배당수준은 결정되지 않았지만 브랜드 라이선스 매출 확대 가능성이 높고 주주환원 의지가 강해 꾸준한 DPS 상향이 유력하다.

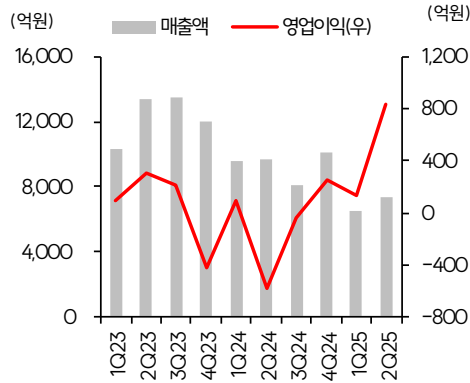
투자의견 매수, 목표주가 115,000 원(유지)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 타 지주회사 대비 밸류에이션 매력이 높은 가운데 하반기 질산양산, 26 년 이라크 BNCP 착공 등을 통해 자체 현금흐름 개선이 예상되고 중장기 주주환원 확대 가능성이 높기 때문이다. 최근 타 지주회사와의 밸류에이션 차이가 확대된 만큼 단기 주가 반등에 대한 가능성도 높다.

영업실적 및 투자지표

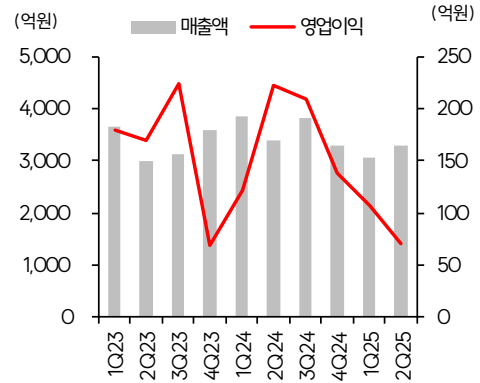
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	50,887	53,135	55,647	70,935	75,283	79,780
영업이익	십억원	2,370	2,412	2,416	3,763	3,226	4,449
순이익(지배주주)	십억원	1,174	380	773	252	752	1,402
EPS	원	11,995	3,886	8,174	2,664	7,956	14,821
PER	배	2.1	6.6	3.3	33.7	11.3	6.1
PBR	배	0.2	0.2	0.2	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	9.5	33.7	39.5	29.6	32.3	25.9
ROE	%	14.4	3.5	7.2	2.4	7.2	12.2

한화 건설부문 실적 추이



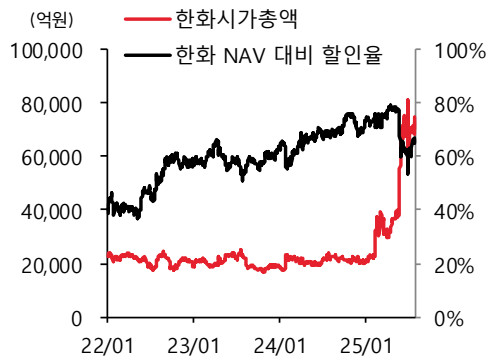
자료: 한화, SK 증권

한화 글로벌부문 실적 추이



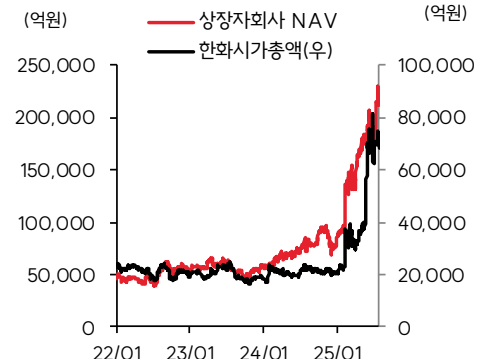
자료: 한화, SK 증권

한화 NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

한화 보유 상장자회사 NAV 추이



자료: SK 증권

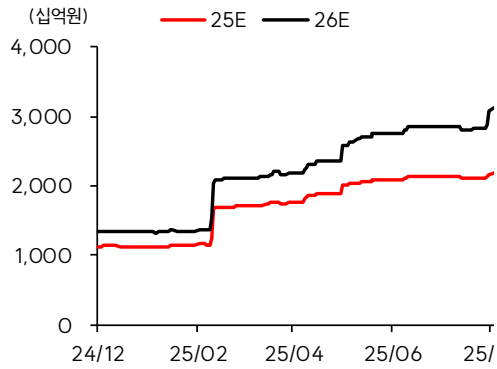
한화 NAV 대비 할인율

(단위: 억 원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	한화솔루션	51,396	36.3%	12,735	18,664
	한화생명	28,922	43.2%	14,491	12,505
	한화에어로스페이스	484,180	34.0%	7,344	164,386
	한화비전	29,889	34.0%	908	10,148
	한화갤러리아	2,162	36.3%	1,436	785
	한화자산주	68,437	7.4%		5,098
비상장사	한화호텔앤드리조트		48.9%	2,491	2,491
	기타 자회사			10,736	10,736
자회사 가치 합계				50,142	224,812
브랜드 가치					18,230
자체사업 가치					12,732
우선주					7,548
순차입금					40,920
한화 NAV					207,306
한화 시가총액					68,437
NAV 대비 할인율					67.0%

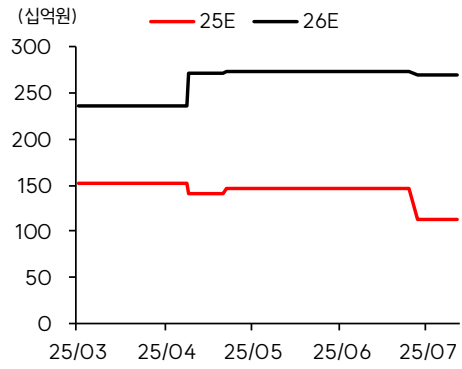
자료: SK 증권

한화에어로스페이스 순이익 컨센서스 추이



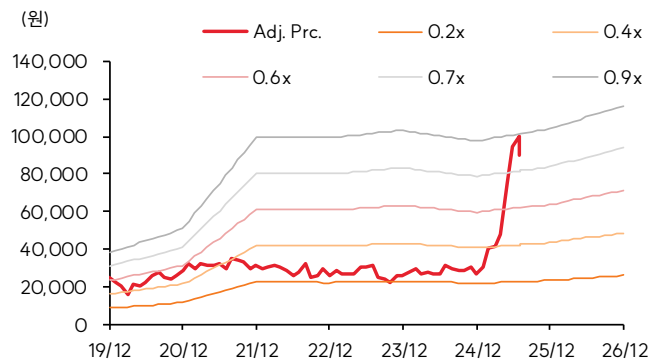
자료: FnGuide, SK 증권

한화비전 순이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, SK 증권

한화 12MF PBR 밴드차트



자료: FnGuide, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	60,512	83,191	92,394	95,880	101,075
현금및현금성자산	8,529	8,844	10,560	12,890	15,291
매출채권 및 기타채권	7,836	10,722	11,747	12,173	13,204
재고자산	7,750	13,350	17,369	18,000	19,523
비유동자산	149,227	168,846	172,577	170,677	168,777
장기금융자산	107,710	115,468	116,963	116,963	116,963
유형자산	22,994	31,755	33,950	32,300	30,650
무형자산	4,982	10,586	10,496	10,246	9,996
자산총계	209,738	252,037	264,971	266,557	269,852
유동부채	40,441	58,787	64,271	64,776	65,996
단기금융부채	19,364	27,251	32,903	32,903	32,903
매입채무 및 기타채무	5,949	8,019	13,912	14,417	15,637
단기충당부채	342	745	590	590	590
비유동부채	136,099	153,688	159,747	159,747	159,747
장기금융부채	127,579	145,209	153,147	153,147	153,147
장기매입채무 및 기타채무	904	1,066	335	335	335
장기충당부채	561	962	992	992	992
부채총계	176,539	212,475	226,114	226,619	227,839
지배주주지분	10,791	10,714	10,118	10,794	12,114
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	1,564	1,564	1,564
기타자본구성요소	81	-71	-68	-68	-68
자기주식	-7	-133	-133	-133	-133
이익잉여금	7,599	8,131	8,313	8,989	10,310
비지배주주지분	22,408	28,848	28,738	29,144	29,898
자본총계	33,199	39,562	38,857	39,938	42,013
부채외자본총계	209,738	252,037	264,971	266,557	269,852

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	3,793	6,881	1,244	2,509	2,726
당기순이익(손실)	1,636	1,690	1,367	1,157	2,156
비현금성항목등	1,426	1,122	2,501	2,173	2,396
유형자산감가상각비	1,319	1,369	1,650	1,650	1,650
무형자산상각비	235	233	250	250	250
기타	-128	-480	601	273	496
운전자본감소(증가)	-2,381	-420	-3,409	-552	-1,334
매출채권및기타채권의감소(증가)	-304	-1,277	-2,958	-427	-1,030
재고자산의감소(증가)	-1,054	-1,725	-4,133	-631	-1,523
매입채무및기타채무의증가(감소)	64	-106	5,263	505	1,220
기타	2,084	4,145	229	-538	-985
법인세납부	-1,029	-344	-556	-269	-492
투자활동현금흐름	-6,668	-14,049	-8,390	-4	-4
금융자산의감소(증가)	406	-8,758	-4,490	0	0
유형자산의감소(증가)	-4,132	-5,282	-3,495	0	0
무형자산의감소(증가)	-276	-272	-160	0	0
기타	-2,666	263	-245	-4	-4
재무활동현금흐름	1,799	7,179	2,478	-77	-81
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	3,923	7,269	3,553	0	0
자본의증가(감소)	17	423	-229	0	0
배당금지급	-74	-74	0	-77	-81
기타	-2,067	-440	-847	0	0
현금의 증가(감소)	-1,067	316	1,716	2,329	2,401
기초현금	9,596	8,529	8,844	10,560	12,890
기말현금	8,529	8,844	10,560	12,890	15,291
FCF	-339	1,599	-2,250	2,509	2,726

자료 : 한화, SK증권 추정

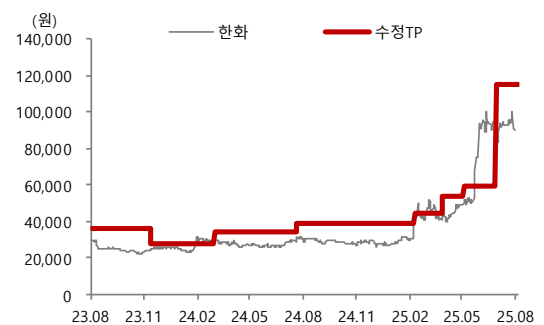
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	53,135	55,647	70,935	75,283	79,780
매출원가	46,735	48,724	61,856	65,770	69,699
매출총이익	6,400	6,923	9,079	9,512	10,081
매출총이익률(%)	12.0	12.4	12.8	12.6	12.6
판매비와 관리비	3,988	4,507	5,316	6,286	5,633
영업이익	2,412	2,416	3,763	3,226	4,449
영업이익률(%)	4.5	4.3	5.3	4.3	5.6
비영업손익	-165	-348	-2,096	-1,800	-1,800
순금융손익	-897	-1,177	0	0	0
외환관련손익	43	83	0	0	0
관계기업등 투자손익	49	23	157	0	0
세전계속사업이익	2,247	2,068	1,666	1,426	2,649
세전계속사업이익률(%)	4.2	3.7	2.3	1.9	3.3
계속사업법인세	611	378	300	269	492
계속사업이익	1,636	1,690	1,367	1,157	2,156
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,636	1,690	1,367	1,157	2,156
순이익률(%)	3.1	3.0	1.9	1.5	2.7
지배주주	380	773	252	752	1,402
지배주주귀속 순이익률(%)	0.7	1.4	0.4	1.0	1.8
비지배주주	1,255	917	1,115	405	755
총포괄이익	1,282	278	277	1,157	2,156
지배주주	-45	-146	207	864	1,610
비지배주주	1,327	424	70	293	546
EBITDA	3,966	4,018	5,663	5,126	6,348

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	4.4	4.7	27.5	6.1	6.0
영업이익	1.8	0.2	55.7	-14.3	37.9
세전계속사업이익	5.3	-7.9	-19.4	-14.4	85.7
EBITDA	6.4	1.3	40.9	-9.5	23.8
EPS	-67.6	110.3	-67.4	198.6	86.3
수익성 (%)					
ROA	0.8	0.7	0.5	0.4	0.8
ROE	3.5	7.2	2.4	7.2	12.2
EBITDA마진	7.5	7.2	8.0	6.8	8.0
안정성 (%)					
유동비율	149.6	141.5	143.8	148.0	153.2
부채비율	531.8	537.1	581.9	567.4	542.3
순차입금/자기자본	327.8	322.3	338.0	323.0	301.4
EBITDA/이자비용(배)	4.4	3.4	0.0	0.0	0.0
배당성향	19.4	9.3	30.4	10.8	6.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,886	8,174	2,664	7,956	14,821
BPS	110,284	114,712	108,411	115,556	129,520
CFPS	19,754	25,116	22,756	28,047	34,912
주당 현금배당금	750	800	850	900	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	6.6	3.3	33.7	11.3	6.1
PBR	0.2	0.2	0.8	0.8	0.7
PCR	1.3	1.1	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	33.7	39.5	29.6	32.3	25.9
배당수익률	2.9	3.0	0.9	1.0	1.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.07.03	매수	115,000원	6개월		
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%
2024.03.04	매수	34,000원	6개월	-19.10%	-12.50%
2023.11.15	매수	28,000원	6개월	-6.48%	11.07%



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 08월 05일 기준)

매수	94.94%	중립	5.06%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------