

한화 (000880/KS)

충분한 주가상승 여력

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

Signal: NAV 업데이트

Key: 자회사 가치 상승분 목표주가에 반영

Step: 밸류에이션 매력 보유

매수(유지)

목표주가: 125,000 원(상향)

현재주가: 98,200 원

상승여력: 27.3%

STOCK DATA

주가(25/10/30)	98,200 원
KOSPI	4,086.89 pt
52 주 최고가	108,800 원
60 일 평균 거래대금	31 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	7,496 만주
시가총액	7,361 십억원
주요주주	
한화에너지(외 8)	55.86%
자사주	7.45%
외국인 지분율	18.08%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	73,627	74,655	81,599
영업이익	십억원	4,043	4,402	4,611
순이익(지배주주)	십억원	441	711	801
EPS	원	4,661	7,517	8,473
PER	배	21.1	13.1	11.6
PBR	배	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	26.5	24.2	23.2
ROE	%	4.1	6.4	6.8
배당성향	%	17.4	11.4	11.2

4 분기부터 자체사업 개선 확인 가능

한화 자체사업의 점진적인 실적개선을 예상한다. 건설부문에서 32 년까지 8.5 조원의 수주잔고를 보유하고 있는 이라크 BNCP 는 연내 국무회의 승인 시 26 년 하반기부터 매출이 본격화될 전망이다. 24 년 한화 건설부문 실적은 매출액 3.7 조원, 영업이익 -272 억원(OPM: -0.7%)으로 과거 BNCP 의 매출총이익률이 10%를 상회한 것을 고려하면 32 년까지 안정적인 실적 성장이 예상된다. 글로벌 부문에서는 여러 차례 연기되었던 질산 40 만톤(기존: 12 만톤)에 대한 양산이 9 월부터 시작됨에 따라 4 분기부터 실적개선에 기여할 전망이다.

자사주 7.4%, 소각안 상세 내용에 따라 소각규모 결정

한화가 보유한 7.4%의 자사주 중 명목상 0.6%는 주가안정을 위해 취득했으며 0.9%는 RSU 지급을 위해 취득했다. 나머지 5.9%는 24 년 7 월 한화모멘텀 분할 과정에서 반대주주의 주식매수청구권 행사로 발생한 자사주이다. 한화는 24 년 9 월 모멘텀 부문 물적분할 과정에서 발생한 구형우선주(5.9%)와 제3우선주(13.7%)를 소각한 바 있다. 우선주의 경우 목표주가 산정에서 차감하게 되므로 우선주 소각으로 밸류에이션 매력이 확대되었다. 자사주 의무 소각안의 상세내용에 따라 RSU 지급분 등 소각규모가 결정될 가능성이 높다. 배당의 경우 자회사 매출증가로 인해 브랜드 라이선스 매출 증가가 예상되고, 최대주주의 지분증여에 따른 배당확대 유인이 있기 때문에 점진적인 배당 상향이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 125,000 원(상향)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 한화 현 주가는 NAV 대비 할인율 64.5%, PBR 0.8 배로 절대적 저평가 상태이기 때문이다. 또한 자체사업의 경우 건설과 글로벌 모두 26 년부터 본격적인 턴어라운드가 예상된다. 한화 밸류에이션은 타 지주회사 대비로도 매력적이다. 이는 한화에너지 상장 추진에 따른 불확실성이 주가에 반영되었기 때문이다. 하지만 올해 들어 두차례 상법이 개정되는 등 한화에너지 상장 가능성은 낮아진 것으로 판단된다. 특히 김승연 회장이 아들에게 보유하고 있던 한화 지분 11.3%를 증여함으로써 지배구조 개편 과정에서 한화 주주가 불리해지는 상황이 발생할 가능성이 낮아진 상황이다. 목표주가는 Target 할인율 55%를 적용해 산정한 125,000 원으로 상향하며 적용 할인율은 타 지주회사 대비 높은 수준으로 주가 상승여력이 충분하다.

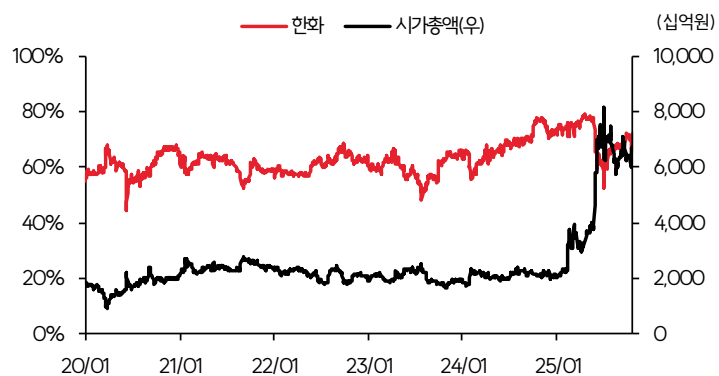
한화 목표주가 산정

(단위: 십억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	한화솔루션	5,191	36.3%	1,274	1,885	
	한화생명	2,653	43.2%	1,449	1,147	
	한화에어로스페이스	51,254	34.0%	734	17,401	
	한화비전	2,575	34.0%	91	874	
	한화갤러리아	209	36.3%	144	76	
	한화	7,361	7.4%		548	
비상장사	한화호텔앤드리조트		48.9%	249	249	
	기타 자회사			1,010	1,010	
합계				4,951		
지분가치					23,191	
순차입금					4,168	
사업가치					717	25년 예상 실적의 10배
브랜드가치					1,823	24년 브랜드 수수료 10배
우선주차감					802	
NAV					20,762	
한화 시가총액					7,361	
현재 NAV 대비 할인율					64.5%	
Target NAV 대비 할인율					55%	
목표 시가총액					9,343	
발행주식수					74,958,735	
적정주가					124,638	
목표주가					125,000	
현재주가					98,200	
상승여력					27.3%	

자료: SK 증권

한화 NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

한화 분기별 실적전망(연결)

(단위: 십억원)

	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25E	4Q25E	2024A	2025E	2026E
매출액	12,435	12,993	12,218	17,995	16,643	19,242	16,527	21,215	55,642	73,627	74,655
영업이익	236	529	525	1,129	1,073	1,335	631	1,005	2,419	4,043	4,402
영업이익률	1.9%	4.1%	4.3%	6.3%	6.4%	6.9%	3.8%	4.7%	4.3%	5.5%	5.9%

자료: 한화, SK 증권

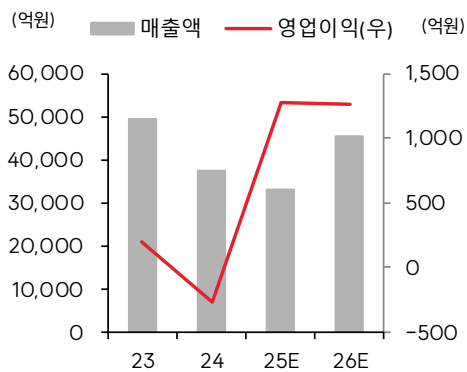
한화 분기별 실적전망(별도)

(단위: 십억원)

	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25E	4Q25E	2024A	2025E	2026E
매출액	1,652	1,557	1,257	1,417	1,211	1,204	1,418	1,454	5,883	5,287	6,659
영업이익	184	-22	59	88	152	111	44	64	309	370	469
영업이익률	11.1%	-1.4%	4.7%	6.2%	12.5%	9.2%	3.1%	4.4%	5.2%	7.0%	7.0%

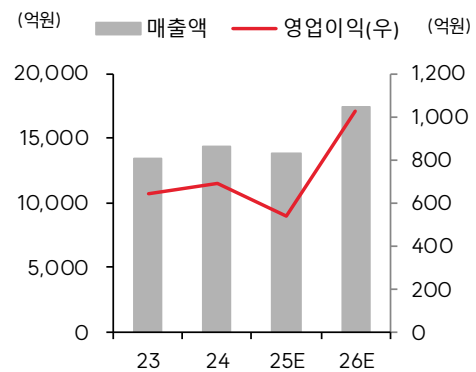
자료: 한화, SK 증권

한화 건설부문 실적전망



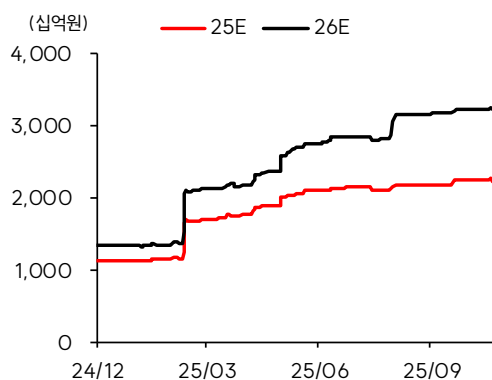
자료: 한화, SK 증권

한화 모멘텀부문 실적전망



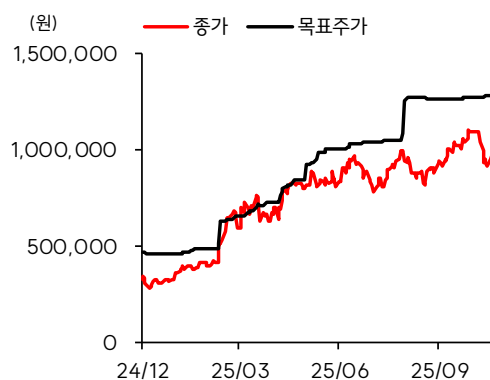
자료: 한화, SK 증권

한화에어로스페이스 순이익 컨센서스 추이



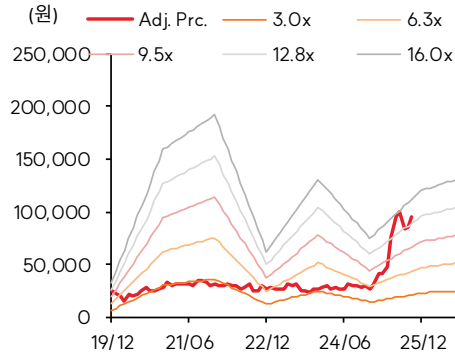
자료: FnGuide, SK 증권

한화에어로스페이스 목표주가 컨센서스 추이



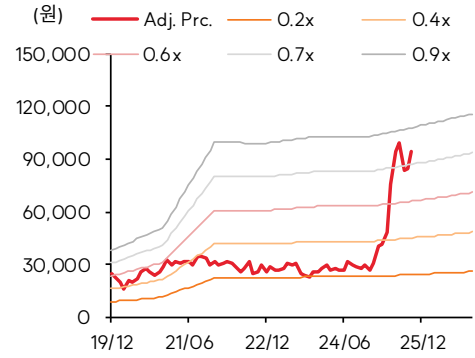
자료: FnGuide, SK 증권

한화 12MF PER 밴드차트



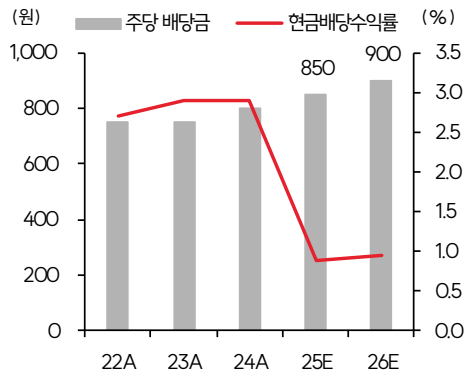
자료: FnGuide, SK 증권

한화 12MF PBR 밴드차트



자료: FnGuide, SK 증권

한화 주당 현금배당 전망



자료: 한화, SK 증권

한화 PBR 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	60,512	83,191	85,756	89,611	94,389
현금및현금성자산	8,529	8,844	10,832	13,826	16,222
매출채권 및 기타채권	7,836	10,722	8,426	8,713	9,505
재고자산	7,750	13,350	15,746	16,282	17,762
비유동자산	149,227	168,846	177,169	174,778	172,386
장기금융자산	107,710	115,468	121,353	121,353	121,353
유형자산	22,994	31,755	33,792	32,141	30,489
무형자산	4,982	10,586	10,631	9,892	9,152
자산총계	209,738	252,037	262,925	264,389	266,776
유동부채	40,441	58,787	59,273	59,719	60,954
단기금융부채	19,364	27,251	27,017	27,017	27,017
매입채무 및 기타채무	5,949	8,019	13,135	13,582	14,816
단기충당부채	342	745	482	482	482
비유동부채	136,099	153,688	160,255	160,255	160,255
장기금융부채	127,579	145,209	151,721	151,721	151,721
장기매입채무 및 기타채무	904	1,066	1,413	1,413	1,413
장기충당부채	561	962	1,014	1,014	1,014
부채총계	176,539	212,475	219,528	219,974	221,209
지배주주지분	10,791	10,714	10,706	11,340	12,061
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	1,965	1,965	1,965
기타자본구성요소	81	-71	-67	-67	-67
자기주식	-7	-133	-133	-133	-133
이익잉여금	7,599	8,131	8,490	9,124	9,844
비지배주주지분	22,408	28,848	32,692	33,074	33,506
자본총계	33,199	39,562	43,398	44,415	45,566
부채와자본총계	209,738	252,037	262,925	264,389	266,776

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	3,793	6,881	1,871	3,114	2,590
당기순이익(손실)	1,636	1,690	1,746	1,094	1,233
비현금성항목등	1,426	1,122	4,460	2,823	2,854
유형자산감가상각비	1,319	1,369	1,651	1,651	1,651
무형자산감각비	235	233	617	740	740
기타	-128	-480	2,192	432	462
운전자본감소(증가)	-2,381	-420	-5,543	-375	-1,038
매출채권및기타채권의감소(증가)	-304	-1,277	177	-287	-792
재고자산의감소(증가)	-1,054	-1,725	-2,868	-535	-1,480
매입채무및기타채무의증가(감소)	64	-106	-1,614	447	1,235
기타	2,084	4,145	354	-856	-917
법인세납부	-1,029	-344	-853	-428	-458
투자활동현금흐름	-6,668	-14,049	-10,534	-4	-4
금융자산의감소(증가)	406	-8,758	-5,098	0	0
유형자산의감소(증가)	-4,132	-5,282	-4,741	0	0
무형자산의감소(증가)	-276	-272	-663	0	0
기타	-2,666	263	-33	-4	-4
재무활동현금흐름	1,799	7,179	4,288	-77	-81
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	3,923	7,269	2,485	0	0
자본의증가(감소)	17	423	172	0	0
배당금지급	-74	-74	-72	-77	-81
기타	-2,067	-440	1,703	0	0
현금의 증가(감소)	-1,067	316	1,988	2,993	2,396
기초현금	9,596	8,529	8,844	10,832	13,826
기말현금	8,529	8,844	10,832	13,826	16,222
FCF	-339	1,599	-2,870	3,114	2,590

자료 : 한화, SK증권 추정

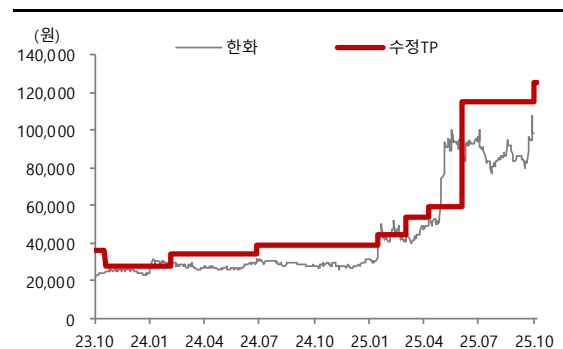
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	53,135	55,647	73,627	74,655	81,599
매출원가	46,735	48,724	63,905	65,219	71,282
매출총이익	6,400	6,923	9,722	9,436	10,316
매출총이익률(%)	12.0	12.4	13.2	12.6	12.6
판매비와 관리비	3,988	4,507	5,679	5,035	5,705
영업이익	2,412	2,416	4,043	4,402	4,611
영업이익률(%)	4.5	4.3	5.5	5.9	5.7
비영업손익	-165	-348	-1,680	-2,880	-2,920
순금융손익	-897	-1,177	0	0	0
외환관련손익	43	83	0	0	0
관계기업등 투자손익	49	23	168	0	0
세전계속사업이익	2,247	2,068	2,363	1,522	1,691
세전계속사업이익률(%)	4.2	3.7	3.2	2.0	2.1
계속사업법인세	611	378	617	428	458
계속사업이익	1,636	1,690	1,746	1,094	1,233
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,636	1,690	1,746	1,094	1,233
순이익률(%)	3.1	3.0	2.4	1.5	1.5
지배주주	380	773	441	711	801
지배주주귀속 순이익률(%)	0.7	1.4	0.6	1.0	1.0
비지배주주	1,255	917	1,305	383	431
총포괄이익	1,282	278	185	1,094	1,233
지배주주	-45	-146	-756	-393	-442
비지배주주	1,327	424	941	1,486	1,675
EBITDA	3,966	4,018	6,312	6,793	7,002

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	4.4	4.7	32.3	1.4	9.3
영업이익	1.8	0.2	67.3	8.9	4.8
세전계속사업이익	5.3	-7.9	14.3	-35.6	11.1
EBITDA	6.4	1.3	57.1	7.6	3.1
EPS	-67.6	110.3	-43.0	61.3	12.7
수익성 (%)					
ROA	0.8	0.7	0.7	0.4	0.5
ROE	3.5	7.2	4.1	6.4	6.8
EBITDA마진	7.5	7.2	8.6	9.1	8.6
안정성 (%)					
유동비율	149.6	141.5	144.7	150.1	154.9
부채비율	531.8	537.1	505.9	495.3	485.5
순차입금/자기자본	327.8	322.3	291.4	278.0	265.7
EBITDA/이자비용(배)	4.4	3.4	0.0	0.0	0.0
배당성향	19.4	9.3	17.4	11.4	11.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,886	8,174	4,661	7,517	8,473
BPS	110,284	114,712	114,627	121,334	128,951
CFPS	19,754	25,116	28,650	32,806	33,762
주당 현금배당금	750	800	850	900	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	6.6	3.3	21.1	13.1	11.6
PBR	0.2	0.2	0.9	0.8	0.8
PCR	1.3	1.1	3.4	3.0	2.9
EV/EBITDA	33.7	39.5	26.5	24.2	23.2
배당수익률	2.9	3.0	0.9	0.9	1.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.10.31	매수	125,000원	6개월		
2025.07.03	매수	115,000원	6개월	-23.15%	-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%
2024.03.04	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 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 (2025년 10월 31일 기준)

매수 91.93% 중립 8.07% 매도 0.00%