2025.07.28

한화 (000880)

상법개정으로 지배구조 개선되면서 동사 수혜

이사의 주주 충실의무 도입⇒할인율 축소로 인한 밸류에이션 리레이팅으로 동사와 같은 지주회사 가장 큰 수혜

이사의 주주 충실의무 도입으로 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미하는 것이다. 즉, 이사가 지배주주의 사적 이익을 위해 소액주주에 불리한 결정을 할 경우 상법상 손해배상 책임 또는 형법상 업무상 배임죄를 물을 수 있는 법적 근거를 마련하는 것이다.

무엇보다 중요한 점은 이사의 주주 충실의무는 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황을 전제로 하고 있는 것이다. 이에 따라 이사의 주주 충실의무는 기본적으로는 지배주주와 소액주주의 이해상충으로 인하여 특정 주주의 이익이 훼손되는 상황이 주로 문제될 수 있다.

지배주주와 소액주주의 이해상충이 발생할 수 있는 상황으로 지배주주의 회사 주식 저가 취득, 지배주주 보유 주식을 경영권 프리미엄 독점 등의 방식으로 고가 매각, 합병·분할·분할합병·주식의 포괄적 교환·영업양수도 등 기업구조 개편 과정에서 지배주주 혹은 다른 계열회사가 이익을 얻고 이로 인하여 소액주주가 손해를 보는 경우, 경영권 방어 목적으로 지배주주가 혹은 지배주주에게 우호적인 백기사 주주가 분쟁 상대방 주주보다 우선적으로 주식을 취득하여 논란이 되는 경우 등을 들 수 있다.

이러한 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황이 동사와 같은 지주회사에서 보다 더 자주 발생하고 있을 뿐만 아니라 향후에도 주주간 이해상충 상황이 지속적으로 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 지주회사 할인율이 크게 발생하고 있다. 즉, 지주회사의 경우 자회사 중복상장 환경하에서 소유구조 개편 등이 자주 발생하거나 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 할인율이 심화되고 있다.

이에 따라 이사의 주주 충실의무 상법 개정으로 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 해소되면서 구조적으로 할인율 축소로 이어짐에 따라 밸류에이션이 리레이팅 되면서 동사와 같은 지주회사 가장 큰 수혜가 예상된다.

감사위원회위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한 ⇒ 보다 더 독립적인 감사기구 역할로 동사 지배구조 개선효과 클 듯

이번 상법 개정안에서는 사외이사가 아닌 감사위원회위원의 선임·해임뿐만 아니라, 사외이사인 감사위원회위원의 선임·해임의 경우에도 최대주주 및 특수관계인의 의결권을 3%로 제한한다. 이에 따라 감사위원회가 최대주주의 영향력에서 벗어나 독립적인 감사기구로서의 역할을 충실히 수행할 수 있는 제도적 기틀이 마련되었다.

동사의 경우 김승연 외 특수관계인 지분율이 55.9%에 이르고 있다. 이에 따라 소액주주, 해외 기관투자자, 행동주의 펀드 등이 감사위원회위원의 선임·해임을 필두로 경영에 개입할 가능성 등이 높아지면서 보다 더 독립적인 감사기구로서의 역할 수행으로 동사 지배구조 개선효과가 클 것이다.

무엇보다 감사위원 분리선출 대상을 기존 1명에서 2명 이상으로 확대하는 법안이 통과될 경우 감사위원회 구성에 대한 소액주주의 영향력이 더욱 더 높아지면서 동사 지배구조 개선 효과가 가속화 될 수 있을 것이다.

목표주가 120,000원으로 상향

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 120,000원으로 상향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였으며, 영업가치 중 자체사업의 경우 2026년 예상 EV/EBITDA에 4.0배를 적용하여 산출하였다.

iM증권

Company Brief

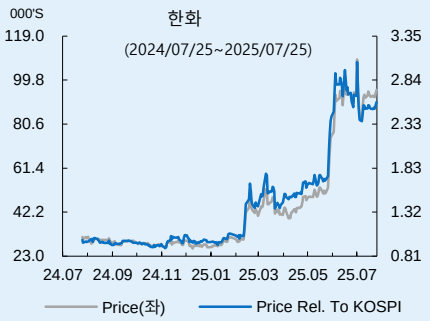
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	**120,000원(상향)**
종가(2025.07.25)	**95,500원**
상승여력	**25.7 %**

Stock Indicator	
자본금	474십억원
발행주식수	7,496만주
시가총액	7,159십억원
외국인지분율	16.5%
52주 주가	26,300~108,800원
60일평균거래량	829,057주
60일평균거래대금	71.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.6	95.7	204.6	205.1
상대수익률	0.8	70.2	178.6	187.2

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	55,647	66,058	70,436	72,589
영업이익(십억원)	2,416	4,172	5,384	5,712
순이익(십억원)	773	781	946	1,010
EPS(원)	7,916	8,263	10,003	10,677
BPS(원)	113,303	121,169	130,527	140,563
PER(배)	3.4	11.6	9.5	8.9
PBR(배)	0.2	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	7.2	7.6	10.1	11.7
배당수익률(%)	3.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	7.8	8.5	8.3	8.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상헌 2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA]
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 더불어민주당이 추진하는 상법 개정안 주요 내용

항목	현행	개정안	비고
이사의 충실의무 대상	회사	회사 및 주주	25.7.22 시행
이사의 이익보호 의무	-	총주주의 이익 보호, 전체 주주 이익 공평 대우	25.7.22 시행
독립이사제 도입	사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 않는 이사	사외이사로서 독립이사는 사내이사, 집행임원 및 업무집행지자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사	26.7.23 시행
독립이사 확대	이사 총수의 4분의 1 이상	이사 총수의 3분의 1 이상	26.7.23 시행 이후 1년 이내 요건을 갖춰야 함
대규모 상장사의 집중투표제	정관으로 배제 가능	정관으로 배제 불가	
전자주주총회	기업자율	대규모 상장사 의무화	27.1.1 시행
감사위원 분리선출	1명 이상	2명 이상	
사외이사인 감사위원 선임해임시 '3%룰' 강화	개별 3%	최대주주와 특수관계인의 의결권 등 합산 3%	26.7.23 시행

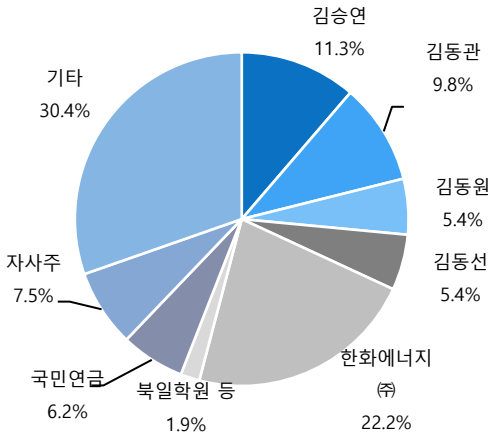
자료: 더불어민주당, iM증권 리서치본부

표2. 이사의 충실의무 상법개정안

구분	현행	개정안
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

그림1. 한화 주주 분포(2025년 4월 30일 기준)



자료: 한화, iM증권 리서치본부

표3. 한화 감사위원회위원 선출기준 및 충족여부

선출기준의 주요내용	선출기준의 충족여부	관련 법령 등
3명 이상의 이사로 구성	충족(3명)	상법 제415조의2 제2항
사외이사가 위원의 3분의 2 이상 충족	충족(전원 사외이사)	
위원 중 1명 이상은 회계 또는 재무전문가	충족(이용규 사외이사 1명)	상법 제542조의11 제2항
감사위원회의 대표는 사외이사	충족 (이용규 감사위원장)	
그 밖의 결격요건(최대주주의 특수관계자 등)	충족(결격요건 해당사항 없음)	상법 제542조의11 제3항

자료: 한화, iM증권 리서치본부

표4. 한화 감사위원회위원 임기 및 선임배경

직명	성명	감사위원 임기	감사위원 연임여부 및 연임횟수	선임배경	추천인	회사와의 관계
사외이사	이용규	2025.03.26~2027.03.26 (2년)	연임/ 1회	재무분야 전문가	사외이사후보 추천위원회	등기임원
사외이사	권익환	2024.03.28~2026.03.28 (2년)	연임/1회	법무분야 전문가	사외이사후보 추천위원회	등기임원
사외이사	이석재	2024.03.28~2026.03.28 (2년)	해당없음	인문학분야 전문가	사외이사후보 추천위원회	등기임원

자료: 한화, iM증권 리서치본부

표5. 한화 감사위원회 위원 현황

성명	사외이사 여부	경력	회계·재무전문가 관련		
			해당 여부	전문가 유형	관련 경력
이용규	예	서울대 경제학 학사 서울대 경영학 석사 美 일리노이대 회계학 석사 美 컬럼비아대 경영학(회계) 박사 前 삼정회계법인 공인회계사 前 美 바룩칼리지 회계학 조교수 前 성균관대학교 경영대학 부교수 現 ㈜플레이디 사외이사(감사) 現 서울대학교 경영대학 부교수	예	상법 시행령 제37조 제2항 제2호 관련 회계 또는 재무 분야에서 석사학위 이상의 학위를 취득한 사람으로서 연구기관 또는 대학에서회계 또는 재무 관련 분야의 연구원이나 조교수 이상으로 근무한 경력이 합산하여 5년 이상인 사람	-삼정회계법인 근무 (2000~2003.05) -美일리노이대학교 회계학 석사(2004) -美컬럼비아대학교 경영학(회계학)박사(2008.10) -美바룩칼리지 회계학 조교수(2013.09~2018.08) -성균관대학교 회계학조/부교수(2013.09~2018.08) -서울대학교 경영대학 회계학 부교수(2018.09~)
권익환	예	서울대 사법학 前 서울남부지방검찰청 검사장 前 변호사 권익환 법률사무소 대표변호사 現 SK바이오사이언스㈜ 사외이사(감사) 現 김&장 법률사무소 변호사			
이석재	예	서울대 철학과 Yale University 철학과 박사 前 Ohio State University 교수 前 서울대학교 이사 및 인문대학 학장 現 재단법인 최종현학술원 이사 現 ㈜신세계아이앤씨 사외이사(감사) 現 서울대학교 철학과 교수			

자료: 한화, iM증권 리서치본부

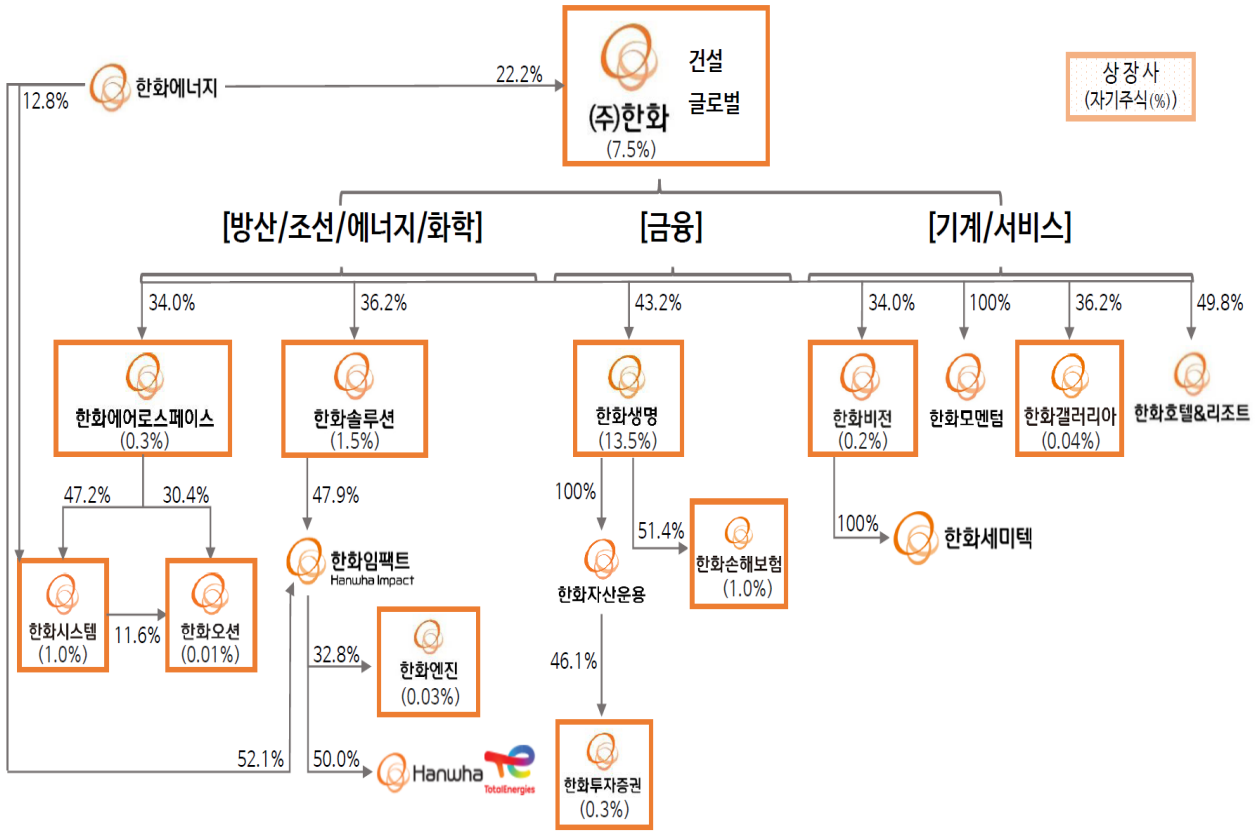
표6. 한화 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

자회사 가치	120,541
영업가치	11,185
순차입금	40,413
우선주	8,053
NAV	83,260
발행주식수(자사주 제외)	69,375,482
주당 NAV(원)	120,014

자회사	지분율	자회사 가치
한화솔루션	36.2%	15,988
한화생명보험	43.2%	11,266
한화호텔앤드리조트	49.8%	2,491
한화에어로스페이스	32.2%	73,333
한화비전	34.0%	6,718
기타		10745

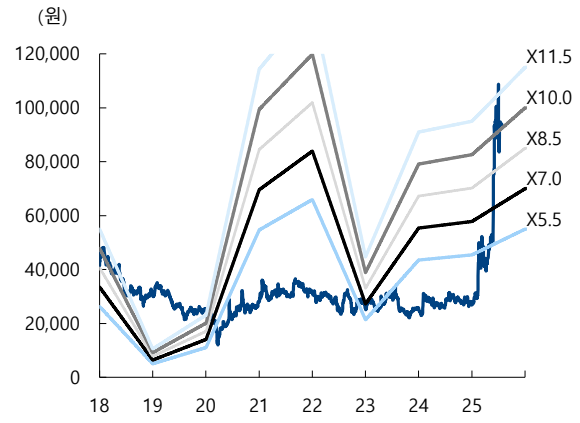
자료: 한화, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화그룹 지분 소유구조(2025년 3월 31일 기준)



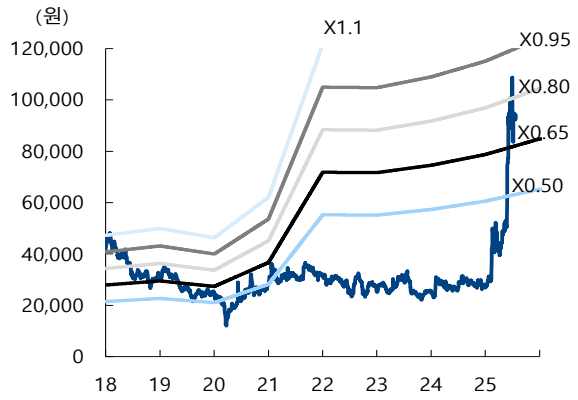
자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림3. 한화 PER 밴드



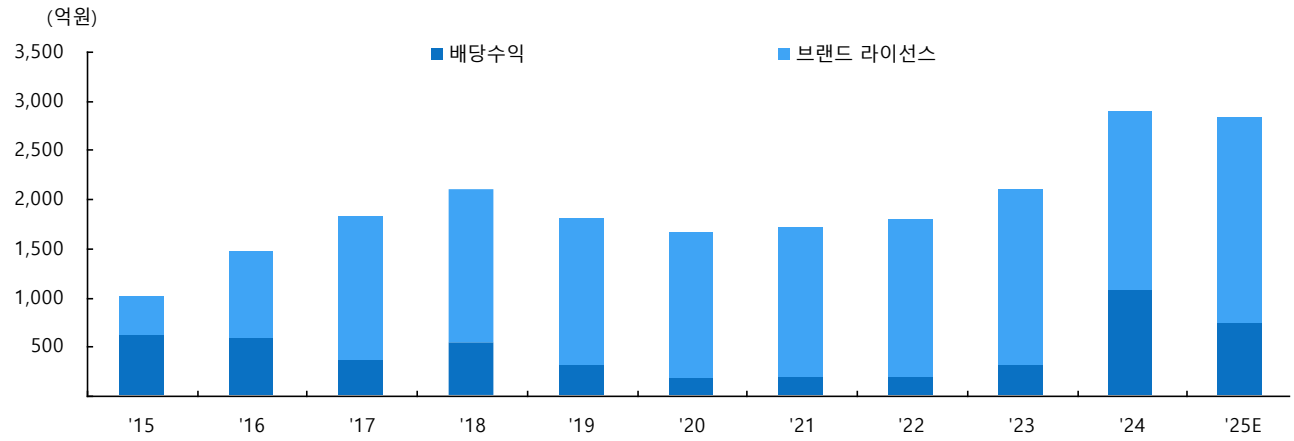
자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림4. 한화 PBR 밴드



자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림5. 한화 배당수익 및 브랜드 라이선스 매출액 추이



자료: 한화, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	83,191	89,981	98,881	110,988
현금 및 현금성자산	8,844	3,601	1,572	1,902
단기금융자산	37,325	44,825	53,832	64,649
매출채권	11,021	13,027	13,871	14,286
재고자산	13,350	15,848	16,898	17,415
비유동자산	168,846	167,774	167,008	166,525
유형자산	31,755	31,527	31,560	31,836
무형자산	10,586	10,138	9,735	9,372
자산총계	252,037	257,755	265,889	277,513
유동부채	58,787	62,234	67,275	71,596
매입채무	5,439	6,457	6,884	7,095
단기차입금	20,125	20,125	20,125	20,125
유동성장기부채	5,023	5,023	5,023	5,023
비유동부채	153,688	153,688	153,688	153,688
사채	8,800	8,800	8,800	8,800
장기차입금	9,982	9,982	9,982	9,982
부채총계	212,475	215,921	220,963	229,284
지배주주지분	10,714	11,458	12,343	13,292
자본금	474	474	474	474
자본잉여금	1,793	1,793	1,793	1,793
이익잉여금	8,131	8,840	9,714	10,652
기타자본항목	316	351	362	373
비지배주주지분	28,848	30,375	32,583	34,937
자본총계	39,562	41,834	44,926	48,229

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	55,647	66,058	70,436	72,589
증가율(%)	4.7	18.7	6.6	3.1
매출원가	48,724	56,412	59,324	61,049
매출총이익	6,923	9,645	11,112	11,539
판매비와관리비	4,507	5,473	5,728	5,827
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,416	4,172	5,384	5,712
증가율(%)	0.2	72.7	29.0	6.1
영업이익률(%)	4.3	6.3	7.6	7.9
이자수익	9	10	11	14
이자비용	1,186	1,186	1,186	1,186
지분법이익(손실)	23	23	23	23
기타영업외손익	587	-31	-70	-108
세전계속사업이익	2,068	3,206	4,381	4,673
법인세비용	378	898	1,227	1,309
세전계속이익률(%)	3.7	4.9	6.2	6.4
당기순이익	1,690	2,309	3,154	3,364
순이익률(%)	3.0	3.5	4.5	4.6
지배주주귀속 순이익	773	781	946	1,010
기타포괄이익	-1,412	-1,668	-1,668	-1,668
총포괄이익	278	641	1,486	1,696
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	6,881	4,822	9,543	9,712
당기순이익	1,690	2,309	3,154	3,364
유형자산감가상각비	1,369	1,931	1,646	1,403
무형자산상각비	233	448	403	363
지분법관련손실(이익)	23	23	23	23
투자활동 현금흐름	-14,049	-4,657	-6,164	-7,974
유형자산의 처분(취득)	-5,282	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-272	-	-	-
금융상품의 증감	-4,675	419	419	419
재무활동 현금흐름	7,179	-202	-202	-202
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	7,566	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-74	-72	-72	-72
현금및현금성자산의증감	316	-5,243	-2,030	330
기초현금및현금성자산	8,529	8,844	3,601	1,572
기말현금및현금성자산	8,844	3,601	1,572	1,902

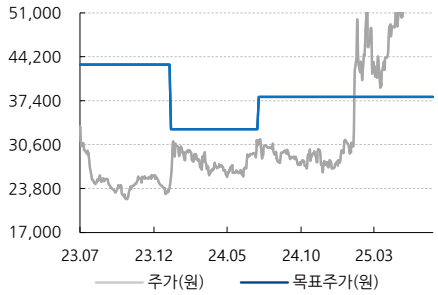
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	7,916	8,263	10,003	10,677
BPS	113,303	121,169	130,527	140,563
CFPS	24,322	33,418	31,673	29,353
DPS	800	800	800	800
Valuation(배)				
PER	3.4	11.6	9.5	8.9
PBR	0.2	0.8	0.7	0.7
PCR	1.1	2.9	3.0	3.3
EV/EBITDA	7.8	8.5	8.3	8.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	7.2	7.6	10.1	11.7
EBITDA이익률	7.2	9.9	10.6	10.3
부채비율	537.1	538.1	531.9	531.1
순부채비율	-5.7	-11.2	-27.6	-52.4
매출채권회전율(x)	5.6	5.5	5.2	5.2
재고자산회전율(x)	5.3	4.5	4.3	4.2

자료 : 한화, iM증권 리서치본부

한화 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-01-29	Buy	33,000	-15.4%	-5.2%
2024-07-29	Buy	38,000	17.4%	186.3%
2025-07-28	Buy	120,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.8%	0.7%