

한화시스템 (272210)

최정환 CFA
jeonghwan.choi@daisin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

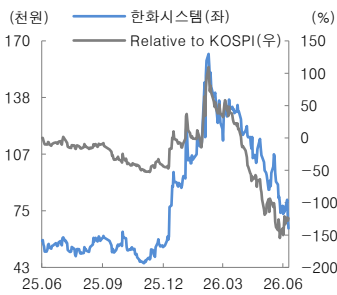
6개월 목표주가 **117,000**
하향

현재주가 **64,900**
(26.07.08)

방위산업

KOSPI	7,246.79
시가총액	12,261십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	162,700원 / 45,350원
120일 평균거래대금	2,380억원
외국인지분율	9.83%
주요주주	한화에어로스페이스 외 3인 59.53% 국민연금공단 7.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-25.0	-50.3	7.6	22.5
상대수익률	-22.5	-59.7	-32.4	-47.4



기업분석

2Q26 Preview: 올라오고 있는 실적, 과도한 조정

- 투자의견 매수, 목표주가 117,000원으로 하향
- 2Q26 컨센서스 대비 매출, 영업이익 상회 전망
- 25년 저점을 찍고 올라오고 있는 실적

투자의견 매수, 목표주가 117,000원으로 하향

27년 기존사업(방산, ICT)과 신사업(우주, 조선) SOTP 통해 목표주가 산출. 목표주가 하향의 경우 동사 비영업가치 하락 및 우주사업 적용 멀티플 하향에 따른 것으로 동사 투자포인트인 견고한 방산부문, 고성장하는 조선, 우주 신사업 진출에는 변화 없으며 매수의견 유지

2Q26 컨센서스 대비 매출, 영업이익 상회 전망

2Q26 연결 기준 매출액 1조 730억원(+39.6% YoY), 영업이익 650억원(+94.0% YoY, OPM 6.1%)으로 컨센서스인 매출액 9,523억원 및 영업이익 622억원 상회 전망. 1Q26 대비 필리조선소 적자폭 축소, 26년부터 본격화된 중동항 천공2 다기능레이더 양산 매출이 인식되며 전사 영업이익률 개선 추정

25년 저점을 찍고 올라오고 있는 실적

방산부문: UAE, 사우디, 이라크 MFR 매출이 단계적으로 상승, 27년 수출 비중 약 47.0%로 믹스 개선에 따른 영업이익률 상승을 전망. 26년 방산부문 분기별 영업이익률은 하반기로 갈수록 감소할 것으로 추정. 이는 하반기 자체투자 및 개발비가 증가하며 4Q26 내수 매출 집중에 따른 수출 비중이 하락하기 때문

자체투자 및 개발의 경우 초저궤도 위성(MLEO), 단거리 대공무기체계(SHORAD) 등 향후 수요가 증가할 무기체계 개발에 집중, 동사 주주 경쟁력을 한 단계 더 상승시킬 수 있는 성장 동력으로 작용할 것이라 판단

필리조선소: 생산성 개선에 따라 26년 말부터 NSMV, CV선 등 매출 인식 증가를 전망. 이에 따라 적자폭 또한 4Q26부터 대폭 축소되기 시작하며 27년부터 매출 증대에 따른 규모의 경제 효과를 통해 호실적을 보일 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,802	3,672	4,527	5,135	3,595
영업이익	219	120	263	449	278
세전순이익	581	115	154	607	414
총당기순이익	445	209	129	507	346
지배지분순이익	454	249	200	501	338
EPS	2,358	1,107	685	2,684	1,830
PER	32.9	46.9	93.4	23.8	35.0
BPS	12,791	26,472	27,450	32,127	35,854
PBR	1.8	2.7	2.3	2.0	1.8
ROE	18.4	4.2	2.5	8.4	5.1

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

표 1. 한화시스템 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
27년 방산 EBITDA	571	
27년 ICT EBITDA	110	
방산 Target EV/EBITDA	19.6x	글로벌 항전/레이더 피어 24MF EV/EBITDA 35% 할증 적용
ICT Target EV/EBITDA	9.0x	국내 ICT 24M EV/EBITDA 적용
영업+비영업가치(A+B)	22,107	
기존가치(A): (EV-순차입금)	11,195	
EV(방산+ICT)	12,166	
순차입금	972	
신사업가치(B): (a+b)	10,913	
미국 조선업(a)	3,233	
한화오션 지분	2,118	한화오션 시가총액 12M Avg 50% 할인(지분+PRS 11.6%)
필리조선소	868	27년 필리조선소 매출액 PSR 1.3x 적용
오스탈조선소 지분	247	오스탈조선소 시가총액 12M Avg 50% 할인(지분율 20%)
우주사업 가치(b)	7,680	
제주한화우주센터 매출	768	2030년 제주한화우주센터 매출 PV
Target PSR	10.0x	플래닛 랩스 운용 중인 위성 대수 고려 70% 할인
상장주식수(천주)	188,919	
Target Price(원)	117,000	
현재 주가(원)	64,900	
상승여력	80.3%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 한화시스템 방위산업 피어 테이블

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			24M Fwd PER	24M Fwd EV/EBITDA	시가총액 (조원)
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
RTX	9.7	6.2	7.0	13.0	13.1	13.5	12.9	13.6	13.7	26.1	18.1	345.4
탈레스	7.6	7.2	8.2	10.1	12.7	13.1	23.0	24.5	24.5	20.3	11.2	82.7
레오나르도	9.8	12.3	10.3	10.3	9.6	9.6	16.4	16.4	12.9	19.7	10.6	52.6
L3 해리스	2.5	7.7	7.9	12.4	14.7	15.0	7.8	9.8	10.8	22.0	13.7	87.3
아셀산	14.7	50.9	58.4	22.9	21.0	21.4	17.1	15.7	20.2	20.1	17.5	58.4
헨솔트	21.3	9.6	12.4	13.2	12.4	13.4	17.7	15.3	19.1	36.0	15.9	14.7
글로벌 피어 평균	10.9	15.6	17.4	13.7	13.9	14.4	15.8	15.9	16.9	24.0	14.5	
한화시스템	31.1	23.3	13.4	11.6	13.1	16.5	13.1	16.3	17.3	23.8	25.5	12.0

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 한화시스템 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				2Q26 Cons
		1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	
매출액	(십억원)	771	1,145	1,087	1,442	771	1,073	1,119	1,565	952
YoY	(%)	+11.6	+49.0	+34.5	+2.6	+11.6	+39.6	+38.6	+11.3	
방산	(십억원)	471	666	676	984	471	656	677	1,043	
수출비중	(%)	29.9	33.0	43.4	31.9	29.9	32.1	43.5	35.8	
ICT	(십억원)	172	255	155	172	172	255	155	172	
기타(필리조선소)	(십억원)	127	224	256	287	127	161	287	350	
영업이익	(십억원)	34	86	72	89	34	65	60	103	62
OPM	(%)	4.5	7.5	6.7	6.1	4.5	6.1	5.3	6.6	7.0
방산	(십억원)	69	72	72	93	69	72	75	110	
OPM	(%)	14.6	10.8	10.7	9.4	14.6	11.0	11.1	10.6	
ICT	(십억원)	13	25	13	10	13	25	13	10	
OPM	(%)	7.8	9.8	8.2	5.9	7.8	9.8	8.2	5.9	
지배주주순이익	(십억원)	-55	98	87	105	-55	30	95	129	56

자료: 대신증권 Research Center

표 4. 한화시스템 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			26 Cons
		25	26E	27E	25	26E	27E	
매출액	(십억원)	3,672	4,480	4,568	3,672	4,527	5,135	4,347
YoY	(%)	+31.1	+22.0	+1.9	+31.1	+23.3	+13.4	
방산	(십억원)	2,439	2,796	2,806	2,439	2,848	2,806	
수출비중	(%)	20.9	34.6	46.9	20.9	35.8	46.9	
ICT	(십억원)	653	754	708	653	754	708	
기타(필리조선소)	(십억원)	580	930	1,053	580	926	1,620	
영업이익	(십억원)	120	281	455	120	263	449	276
OPM	(%)	3.3	6.3	10.0	3.3	5.8	8.7	7.2
방산	(십억원)	228	306	341	228	326	361	
OPM	(%)	9.3	10.9	12.1	9.3	11.5	12.9	
ICT	(십억원)	51	61	61	51	61	61	
OPM	(%)	7.8	8.1	8.6	7.8	8.1	8.6	
지배주주순이익	(십억원)	249	235	456	249	200	501	229

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,802	3,672	4,527	5,135	3,595
매출원가	2,356	3,248	3,893	4,251	3,014
매출총이익	446	424	634	884	581
판매비와관리비	227	305	371	435	303
영업이익	219	120	263	449	278
영업이익률	7.8	3.3	5.8	8.7	7.7
EBITDA	301	267	487	689	495
영업외손익	314	-4	-108	158	136
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	48	53	118	70	54
외환관련이익	33	11	93	51	36
금융비용	39	46	115	104	93
외환관련손실	17	8	34	36	25
기타	227	-104	-341	-15	-11
법인세비용차감전순이익	581	115	154	607	414
법인세비용	104	-86	25	100	68
계속사업순이익	477	200	129	507	346
중단사업순이익	-32	8	0	0	0
당기순이익	445	209	129	507	346
당기순이익률	15.9	5.7	2.9	9.9	9.6
비지배지분순이익	-9	-40	-71	6	8
지배지분순이익	454	249	200	501	338
매도가능금융자산평가	0	0	-1	0	0
기타포괄이익	-35	2,188	497	382	366
포괄순이익	411	2,397	626	889	712
비지배지분포괄이익	-9	-1	-395	-600	-482
지배지분포괄이익	420	2,398	1,021	1,489	1,194

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,358	1,107	685	2,684	1,830
PER	32.9	46.9	93.4	23.8	35.0
BPS	12,791	26,472	27,450	32,127	35,854
PBR	1.8	2.7	2.3	2.0	1.8
EBITDAPS	18,793	1,413	2,576	3,648	2,620
EV/EBITDA	10.5	21.8	37.0	25.5	35.9
SPS	14,830	19,436	23,963	27,178	19,029
PSR	1.5	2.8	2.7	2.4	3.4
CFPS	702	417	690	2,893	5,602
DPS	270	340	100	530	360

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	14.2	31.1	23.3	13.4	-30.0
영업이익 증가율	135.6	-45.4	119.6	70.9	-38.1
순이익 증가율	24.8	-53.0	-38.1	291.7	-31.8
수익성					
ROC	46.8	7.2	7.3	26.9	21.7
ROA	7.8	2.0	1.2	4.7	3.2
ROE	18.4	4.2	2.5	8.4	5.1
안정성					
부채비율	136.9	106.4	104.4	76.3	60.9
순차입금비율	21.9	44.1	18.5	16.0	3.0
이자보상배율	9.8	3.1	3.2	6.6	4.1

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,921	4,427	4,116	3,972
현금및현금성자산	200	325	1,316	1,050	1,375
매출채권 및 기타채권	313	451	566	642	449
재고자산	610	797	1,053	1,141	899
기타유동자산	1,164	1,348	1,493	1,283	1,248
비유동자산	3,438	7,399	6,172	6,585	6,930
유형자산	570	823	833	858	829
관계기업투자금	25	548	554	560	565
기타비유동자산	2,843	6,028	4,785	5,168	5,535
자산총계	5,724	10,320	10,599	10,701	10,902
유동부채	2,677	3,327	3,351	2,971	3,067
매입채무 및 기타채무	250	473	354	386	274
차입금	80	270	14	10	17
유동성채무	50	100	200	350	500
기타유동부채	2,297	2,484	2,783	2,224	2,275
비유동부채	631	1,991	2,062	1,662	1,062
차입금	598	2,162	2,062	1,662	1,062
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	33	-170	-179	-188	-197
부채총계	3,308	5,319	5,413	4,632	4,128
지배지분	2,490	4,849	5,049	5,932	6,636
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,123	1,123	1,123
이익잉여금	589	709	909	1,410	1,748
기타저분변동	-136	2,073	2,073	2,455	2,820
비지배지분	-74	152	137	137	138
자본총계	2,416	5,001	5,186	6,069	6,774
순차입금	528	2,206	960	972	204

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	133	79	130	547	1,058
당기순이익	445	210	129	507	346
비현금항목의 가감	-60	144	244	258	230
감가상각비	82	147	224	241	217
외환손익	-22	2	2	2	2
지분법평가손익	16	5	18	15	11
기타	-136	-11	0	0	0
자산부채의 증감	-218	-211	-491	-132	322
기타현금흐름	-35	-64	247	-87	160
투자활동 현금흐름	-442	-1,168	1,085	-657	-521
투자자산	-461	-3,771	1,357	-349	-306
유형자산	-297	-184	-226	-257	-180
기타	315	2,787	-45	-51	-36
재무활동 현금흐름	35	1,234	-226	-155	-212
단기차입금	-82	190	-256	-4	7
사채	269	717	50	-50	-150
장기차입금	-140	229	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-65	-19	-101	-69
기타	41	164	0	0	0
현금의 증감	-274	146	990	-266	325
기초 현금	476	200	325	1,316	1,050
기말 현금	200	325	1,316	1,050	1,375
NOPLAT	581	115	154	607	414
FCF	-309	-1,089	1,216	-110	537

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 최정환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화시스템(272210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	26.07.09	26.06.22	26.06.26	26.05.22	26.04.28	26.04.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	71,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
과다율(평균%)		(31.45)	(26.65)	(20.91)	(20.82)	(13.65)
과다율(최대/최소%)		(10.60)	(10.60)	(10.60)	(10.60)	(10.60)

제시일자	25.12.01	25.11.28	25.11.03	25.09.22	25.07.30	25.07.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	71,000	71,000	71,000	67,000	62,000	47,000
과다율(평균%)	26.41	(27.94)	(27.55)	(15.41)	(12.69)	13.72
과다율(최대/최소%)	129.15	(16.48)	(16.48)	(5.97)	(3.39)	(8.94)

제시일자	25.06.27	25.05.13	25.03.26	25.02.10	24.12.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	47,000	47,000	42,000	32,000	26,000
과다율(평균%)	11.93	10.29	(10.72)	9.11	(7.67)
과다율(최대/최소%)	(8.94)	45.96	11.55	32.03	0.77

제시일자	00.06.29				
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260706)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.9%	9.1%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상